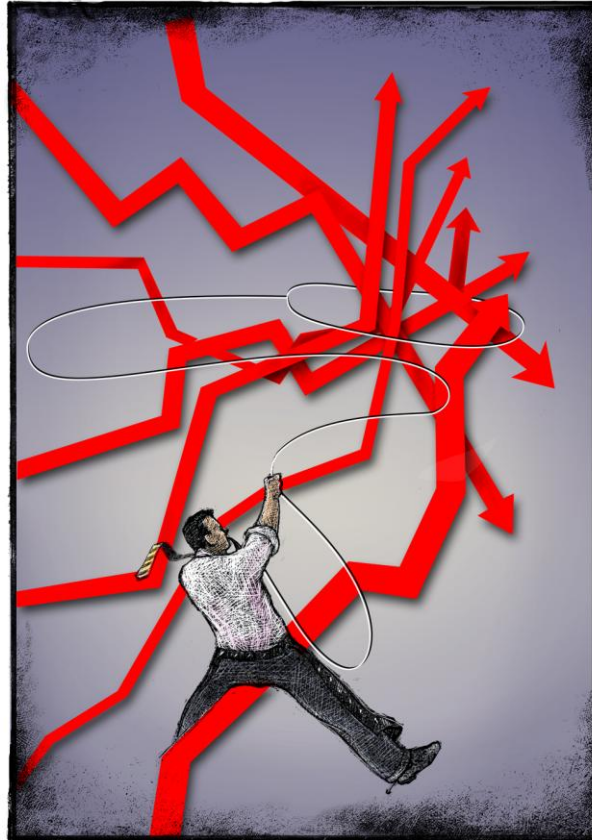


Levée du contrôle de capitaux en Islande



Résumé :

- L'Islande a été l'un des pays les plus affecté par la crise financière de 2008 ;
- Le ministère des Finances a annoncé mi-août la levée progressive du contrôle de capitaux mis en place en 2008 ;
- Les élections générales anticipées pourraient créer de l'incertitude pour les investisseurs.

Mots clés : Islande, contrôle de capitaux, risque pays, crise financière, flux de capitaux, Espace Economique Européen, dépréciation

Après avoir été fortement affectée par la crise financière de 2008, l'Islande est en passe de lever progressivement le contrôle de capitaux mis en place il y a presque huit ans maintenant. Cette levée pourrait constituer un risque pour le pays, d'autant que les résultats incertains des élections générales du 29 octobre prochain pourraient amener certains investisseurs à être plus attentistes à la situation du pays.

L'avènement de la crise

L'Islande a été fortement touchée par la crise de 2008. Après avoir augmenté de 5 % en moyenne par an sur la période 1996-2007, le PIB a chuté de 4,7 % en 2009 puis de 3,6 % en 2010. L'Islande a été un des premiers pays à être touché par la crise financière en raison du développement extrêmement rapide de son propre secteur financier. Privatisées au début des années 2000, les banques islandaises, étant contraintes par la petite taille de leur marché domestique, ont cherché à s'étendre en dehors de l'Islande. L'accès à l'Espace Economique Européen (EEE) leurs a permis de se développer rapidement en ouvrant des filiales à l'étranger (le système du « passeport » européen) et en acquérant d'autres compagnies financières. Les investissements à hauts rendements proposés par les banques islandaises expliquent également la forte attirance des investisseurs.

Les actifs bancaires islandais représentaient ainsi 900 % du PIB à la fin d'année 2007, contre 100 % en 2004. Au total, le secteur bancaire pesait 10 % du PIB islandais en 2007, trois fois plus qu'en 1997. Les trois principales banques du pays – Kaupthing, Glitnir et Landsbanki – concentraient alors 85 % du total des actifs. Lorsque la crise éclata, ces trois banques ne pouvaient plus se refinancer en raison de la réticence des marchés à le faire ou alors à des taux exorbitants. Dès lors, l'Etat nationalise ces banques et décide de garantir les dépôts des islandais dans les banques islandaises. Il instaure par ailleurs un contrôle des capitaux sur les flux sortants en novembre 2008 afin de stabiliser la couronne islandaise, après que la devise ait perdue la moitié de sa valeur en raison d'une fuite massive de capitaux.

Evolution du taux de change USD / ISK



Le plan de la levée du contrôle de capitaux

Mi-août 2016, le ministère des finances islandais a annoncé la levée progressive de quasiment toutes les restrictions du contrôle de capitaux. Plusieurs restrictions seront levées dès que la proposition de loi sera passée au Parlement, portant notamment sur les ménages et les flux d'investissements directs à l'étranger (IDE). D'autres mesures seront levées à compter du 1^{er} janvier 2017 (augmentation du plafond du montant des investissements en devises étrangères...).

Selon les estimations du ministère des finances, la levée du contrôle des capitaux pourrait entraîner une sortie de capitaux d'environ 40 Mds de couronnes islandaises (0,3 Md d'euros soit 2 % du PIB) dès que la loi sera passée, et de 165 Mds de couronnes islandaises (1,2 Md d'euros soit 8 % du PIB) à la seconde étape.

Plusieurs facteurs tempèrent le risque lié à la levée du contrôle de capitaux

Le principal risque auquel fait face à court terme l'Islande réside dans le risque associé à la levée du contrôle des capitaux. Cette levée pourrait en effet entraîner une sortie massive de capitaux (comme évoqué ci-dessus) qui se répercuterait à travers plusieurs canaux : une chute du taux de change, une augmentation de l'inflation, etc. Toutefois, au moins cinq facteurs tempèrent ce risque :

- Une série de mise aux enchères a été effectuée à partir de 2011 (avec une décote de 38 %) afin de réduire le montant des actifs liquides détenus par des investisseurs non-résidents encore bloqués en Islande. La mise aux enchères avec décote permet aux investisseurs, qui le souhaitent, de sortir leurs actifs du pays, mais à un taux moins avantageux que le taux actuel. Suite à la dernière mise aux enchères, 250 Mds de couronnes (1,9 mMd d'euros soit 12 % du PIB) étaient encore bloqués en Islande début juillet. Un montant encore important mais bien inférieur à celui de 2008 lorsque le contrôle des capitaux a été instauré. Les actifs liquides détenus par des investisseurs non-résidents et bloqués représentaient alors 40 % du PIB. Cette stratégie a donc permis de minimiser le risque de fuite de capitaux qui pourrait heurter la stabilité économique et financière ;
- Les réserves de change sont à un niveau confortable, à sept mois d'importation. La Banque centrale pourra, le cas échéant, intervenir¹ si un choc sur le change apparaît (dans le cas d'une sortie massive de capitaux) ;
- La supervision du secteur bancaire s'est nettement améliorée. Les banques sont bien capitalisées (Landsbanki est d'ailleurs publique même si une opération de privatisation est à l'étude) et profitables. Les financements se font principalement à travers les dépôts, ce qui assure aux banques une marge confortable ;
- Le haut niveau des taux d'intérêt en Islande permet pour certains investisseurs de pratiquer le *carry trade*, c.-à-d. d'emprunter des capitaux dans des pays à bas taux

¹ En cas de *stress* sur la couronne islandaise, la banque centrale islandaise peut vendre ses réserves en devises et rachète sa monnaie sur le marché de change afin de maintenir le cours de son taux de change.

- (comme la zone euro ou les pays nordiques) pour les placer dans des pays à taux d'intérêt élevés (comme en Islande) ;
- L'Islande a maintenant retrouvé une bonne santé économique. Son PIB a augmenté de 4 % en 2015 (près de deux fois celui de la zone euro), le taux de chômage a atteint 2,6 % en juin 2016 et les finances publiques se sont assainies – la dette publique est ainsi passée de 95 % du PIB en 2011 à 68 % du PIB en 2015 (et devrait être de 56 % du PIB en 2016). Moody's a d'ailleurs récemment augmenté d'un cran la note souveraine de l'Islande à A3, tandis que S&P et Fitch ont maintenu leur note avec perspective stable. L'économie a par ailleurs fortement développé son secteur touristique, servant de relais de croissance au secteur bancaire. La bonne santé économique du pays et la moindre exposition au secteur financier pourraient ainsi rassurer les investisseurs sur les fondamentaux économiques plus robustes du pays, soit une garantie supplémentaire pour éviter une sortie massive de capitaux malgré la levée du contrôle de capitaux.

Ces deux derniers facteurs (taux d'intérêt élevé et bonne santé économique) expliqueraient en partie l'appréciation de la couronne face au dollar depuis 2015 (+17 %).

Position attentiste des investisseurs

Cependant, le gouvernement a par ailleurs annoncé que les élections anticipées – suite au retrait forcé de l'ancien Premier ministre impliqué dans l'affaire des Panama Papers – se tiendront le 29 octobre prochain. Des incertitudes demeurent quant à la formation d'une alliance si l'actuelle coalition ne remporte pas les élections comme le suggèrent certains sondages.

Le Parlement pourrait donc être plus fragmenté qu'à l'accoutumée. La situation politique pourrait donc être perçue comme un risque pour les investisseurs qui pourraient adopter une position attentiste. D'autant plus que cette dernière pourrait être amplifiée par la levée du contrôle de capitaux.

Conclusion

La levée du contrôle de capitaux pourrait engendrer une fuite significative de capitaux (estimée entre 2 et 8 % du PIB). Les résultats incertains liés aux élections générales d'octobre pourraient susciter un comportement attentiste pour certains investisseurs, ce qui amplifierait un processus de sortie des capitaux. Toutefois, la série de mise aux enchères, les réserves de change, la supervision bancaire, le niveau des taux d'intérêt et la bonne santé de l'économie tempèrent le risque associé à la levée du contrôle de capitaux.

Edouard DURAND