

Crise bancaire en Islande et prophétie autoréalisatrice : chronique d'une banqueroute annoncée (2006-2008)

Par François VALÉRIAN

Conseil général de l'Économie, professeur associé de finance au Conservatoire national des Arts et Métiers (CNAM), membre du Laboratoire d'excellence en régulation finance (Labex ReFi)

On a vu dans l'effondrement des trois principales banques islandaises à l'automne 2008 le résultat de phénomènes aussi divers qu'une croissance excessive des bilans, une dérégulation aventureuse, une supervision déficiente, une mauvaise gouvernance des banques, une culture éthique trop faible, des déséquilibres macro-économiques ou une absence de coopération internationale. L'étude de plus de cent rapports publiés par des banques d'affaires, des agences de notation et des organismes publics entre le début de 2006 et l'été 2008 nous montre cette crise bancaire comme le résultat d'une stigmatisation qui a débuté 30 mois avant la faillite des banques. Un raisonnement circulaire entre analyse du risque souverain et analyse du risque bancaire permet que se développe une prophétie auto-réalisatrice qui finit par empêcher les banques de refinancer ou rembourser leur dette. Des recherches similaires pourraient être menées sur d'autres crises déclenchées par des jugements sur les risques de défaut.

En l'espace de quelques jours, entre la fin de septembre et le début d'octobre 2008, les trois principales banques islandaises, Glitnir, KaupPing et Landsbanki, se trouvèrent dans l'incapacité de faire face à leurs paiements et furent nationalisées. Leur forte croissance les avait amenées à un total de bilan cumulé de plus de cent milliards d'euros (1). Le rapport publié en 2010 par la commission spéciale d'enquête (SIC) de l'AlPingi, le parlement islandais, laisse peu de doutes sur les erreurs ou irrégularités commises par les banques dans les mois ou les années qui précédèrent leur chute de l'automne 2008. Elles avaient bien trop crû par rapport à la taille de l'État islandais, leur prêteur en dernier ressort. Leur exposition au marché immobilier islandais était trop élevée. Elles avaient consenti des prêts importants à des entités qui les contrôlaient en capital, directement ou indirectement. Elles étaient allées jusqu'à financer des achats de leurs propres actions pour en soutenir le cours. Enfin, deux d'entre elles s'étaient lancées dans la collecte effrénée de dépôts étrangers en ligne. Une telle prise de risque aurait pu les mener à l'insolvabilité, comme le suggère la dépréciation des deux tiers subie par leurs actifs après leur faillite, dépréciation toutefois en partie due à la récession économique islandaise précipitée par cette même faillite (ALPINGI, 2010).

Et pourtant, les banques ne sont pas mortes en 2008 des maladies diagnostiquées par l'AlPingi. Glitnir, ne pouvant refinancer des emprunts à échéance de la mi-octobre, reçut €600m de l'État islandais en échange de 75 % de ses capitaux propres le 29 septembre, cette intervention étatique causant l'exigibilité immédiate de la plupart des autres prêts et donc un défaut suivi par une nationalisation le 7 octobre. Dans la semaine du 29 septembre, une panique déclencha des retraits massifs sur les dépôts dans les succursales londoniennes de Landsbanki et de KaupPing et les deux banques firent défaut au Royaume-Uni, ce qui précipita aussi l'exigibilité de la plupart de leurs emprunts et les nationalisations des 7 et 8 octobre.

Or, derrière les besoins de financement à court terme de Glitnir et le recours excessif de Landsbanki ou de KaupPing aux dépôts étrangers sur Internet, il y avait pour les trois banques depuis le début de l'année 2008, et donc bien avant la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre, une impossibilité de se refinancer sur les marchés de dette (ALPINGI, 2010). Elles se trouvaient ainsi dans la situation

(1) Montant calculé sur la base des bilans au 30 juin 2008, au taux de change de 0,8 centimes d'euro pour une couronne islandaise.

Photo © Fies van Wendel de Joode/HH-REA



Publicité pour la banque Glitnir lors du marathon de Reykjavik, août 2008.

« Les comptes des banques islandaises jusqu'à l'été 2008 se comparaient favorablement à ceux des principales banques scandinaves, mais les marchés de dette leur refusaient toute émission obligatoire nouvelle. »

paradoxe de banques dont le cours, à la différence de celui de Lehman, n'avait guère davantage souffert que leur bourse de cotation, dont les comptes jusqu'à l'été 2008 se comparaient favorablement à ceux des principales banques scandinaves (voir la Figure 1 de la page suivante) et n'étaient mis en doute ni par les auditeurs ni par les analystes (FLANNERY, 2010), mais dont les marchés de dette refusaient toute émission obligatoire nouvelle.

La plupart des critiques formulées par Alþingi en 2010 mettent en exergue des risques réels qui auraient pu se matérialiser après 2008, mais n'ont pas causé l'effondrement des banques. Par contre, les opinions négatives sur les banques jouèrent un rôle déterminant dans le refus de prêter que leur opposèrent les marchés pendant presque un an. Le récit dominant sur les banques islandaises est qu'elles moururent de leurs péchés. Le propos de cet article n'est ni d'absoudre les banques, ni de sous-estimer les faiblesses des superviseurs islandais, mais plutôt de suggérer la possibilité d'un contre-récit et d'essayer de montrer que les banques islandaises sont mortes car les marchés ne croyaient pas à leur survie, et n'y croyaient pas du fait d'une vision particulière du risque attaché à l'Islande et à ses banques.

Revue bibliographique et position de l'article

Les analyses publiées dans les années qui suivirent la crise de 2008 permettent de distinguer plusieurs explications de la faillite des trois banques.

Une première explication est liée aux circonstances des défauts bancaires d'octobre 2008 et à la crise qui survint alors entre l'Islande et le Royaume-Uni, aussi dans une moindre mesure entre l'Islande et les Pays-Bas. Les banques islandaises auraient ainsi été victimes d'une coopération internationale déficiente ou inexistante, non seulement avec le Royaume-Uni et les Pays-Bas, mais aussi avec les pays scandinaves (Central Bank of Iceland, 2009 ; HILMARSSON, 2015 ; GUDMUNSSON, 2011 ; JONSSON, 2009). Selon Himarsson (2014), la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale des États-Unis porteraient aussi leur part de responsabilité.

Une deuxième explication insiste sur la très forte croissance des trois banques dans les quatre ou cinq années qui précédèrent la crise, et sur la distorsion résultante entre leurs tailles de bilans et le PIB islandais ou le bud-

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (1er semestre)
Retour sur actifs (ROA)						
Islande (moyenne des trois banques)	1,13%	1,53%	1,70%	1,89%	1,19%	0,54%
Scandinavie (moyenne de 6 grandes banques)	0,54%	0,71%	0,73%	0,75%	0,74%	0,27%
Retours sur capitaux propres (ROE)						
Islande (moyenne des trois banques)	16,93%	23,10%	23,85%	26,92%	19,69%	9,87%
Scandinavie (moyenne de 6 grandes banques)	13,59%	16,27%	17,90%	18,39%	18,26%	7,04%
Capitaux propres / total de bilan						
Islande (moyenne des trois banques)	6,67%	6,62%	7,13%	7,02%	6,04%	5,47%
Scandinavie (moyenne de 6 grandes banques)	3,97%	4,36%	4,08%	4,08%	4,05%	3,84%

Figure 1 : Retour sur actifs, retour sur capitaux propres et ratio capitaux propres/total de bilan (moyenne des trois banques islandaises comparée à une moyenne de six banques scandinaves, 2003-1^{er} semestre 2008).

Sources : FLANNERY, 2010, calculs de l'auteur.

get de l'État. Le gouvernement islandais y aurait perdu sa crédibilité de prêteur en dernier ressort (GUDMUNSSON, 2011 ; GYLFASON et al., 2010 ; FLANNERY, 2010 ; FRIDRIKSSON, 2009 ; BUITER et al., 2008 et 2009 ; BARTH et al., 2012). L'Islande était trop petite pour l'ordre économique mondial (McDONALD, 2015).

Une troisième explication se fonde sur des déséquilibres macroéconomiques. L'indépendance de la monnaie islandaise aurait engendré des turbulences et aggravé la crise financière (BUIER et al., 2009 ; JUN et al., 2011 ; ALIBER, 2008 ; HALLDORSSON et al., 2010). Des politiques trop complaisantes auraient aussi causé une surchauffe de l'économie (MATTHIASSEN, 2008).

Au-delà de la mauvaise coopération internationale, de la distorsion entre la taille des banques et celle de l'État, et des déséquilibres macroéconomiques, l'explication la plus fréquente repose sur les mauvaises politiques ou pratiques des Islandais. Il y aurait eu depuis le début des années 2000 un excès de dérégulation (ALPINGI, 2010 ; ALIBER et al., 2010 ; BOYES, 2008 ; BENEDIKTSDOTTIR et al., 2010 ; HALLDORSSON et al., 2010 ; DURRENBERGER et al., 2014 ; CUÉLLAR et al., 2009). La supervision était trop faible (GYLFASON et al., 2010 ; JUN et al., 2011 ; HILMARSSON, 2013-2 ; ALPINGI, 2010 ; KALLESTRUP, 2010 ; NIELSSON et al., 2012, SIGURJONSSON, 2010 et 2011 ; ONG et al., 2010) et peut-être affectée par le syndrome de la petite île où tout le monde connaît tout le monde (JONSSON, 2009). La gouvernance des banques n'était pas appropriée et ne contrôlait pas assez bien les risques (GYLFASON, 2010 ; ALPINGI, 2010 ; BENEDIKTSDOTTIR et al., 2010).

Une cinquième explication, liée à la précédente, mobilise l'éthique et même la psychologie (RUSSELL, 2012). Il faudrait imputer la faillite des banques islandaises, et la crise économique qui s'ensuivit, à l'absence de valeurs morales dans les sphères financières et politiques (ÁRNASON, 2010 ; HILMARSSON, 2013 -1 ; BRYANT et al., 2014 ; SIGURTHORSSON, 2012). Selon certains, la définition stricte de la corruption serait inadaptée à la description de certains des méfaits commis en Islande et il faudrait donc l'élargir (VAIMAN et al., 2011). Une crise décrite comme morale appelle un après-crise marqué par une justice de transition, avec demande de comptes à rendre et production d'un « rapport de vérité », comparable en cela à la transition depuis un régime autoritaire (INGIMU-

NDARSON, 2012). L'Islande, qui se compare difficilement à d'autres pays (GYLFASON, 2014 ; DANIELSSON et al., 2009-2), avait fini par se voir, pendant les années d'expansion qui menèrent à la crise, comme un pays dont les caractéristiques le prédestinaient à conquérir le monde financier à la manière brillante et brutale des Vikings de l'ancien temps (LOFTSDÓTTIR, 2015 ; BERGMANN, 2014 ; TRÆTTEBERG, 2011 ; WADE, 2009).

Il n'est pas ici dans notre intention de discuter de tel ou tel aspect de la régulation, de la supervision ou de la gouvernance en Islande, ni de contribuer au débat sur la culture financière islandaise. Le projet de cet article est de relier l'impossible refinancement bancaire de 2008 à l'évolution du sentiment des marchés sur les risques de l'économie et des banques islandaises, et ce à travers l'étude de rapports publiés sur les deux ans et demi qui précédèrent la crise de septembre 2008. Ces rapports, énumérés en annexe et en bibliographie, émanent d'agences de notation, de banques d'affaires, d'organismes publics islandais ou internationaux ⁽²⁾, et ils sont étudiés en tant qu'argumentaires dans un débat sur le risque, et non en tant que simples justifications d'une note ou d'une recommandation de *trading*. L'étude de ces rapports permet de placer dans une perspective historique le débat sur les banques islandaises, un débat qui s'est étendu sur trente mois et a tôt mené à une stigmatisation des banques islandaises, ainsi qu'à une prophétie auto-réalisatrice comparable à celles déjà étudiées au sujet de phénomènes non financiers (JUSSIM et al., 2000).

Dès le début de ce que l'on a appelé en Islande, par opposition à la crise de 2008, la « mini-crise » de 2006, une stigmatisation des banques islandaises s'est manifestée sur le marché des dérivés sur événement de crédit ou *Credit Default Swaps* (CDS). Un CDS est un accord d'échange ou *swap* entre un acheteur de protection qui paie un *spread* périodique, calculé en centièmes de pourcent ou points de base, sur une obligation notionnelle d'un émetteur particulier, et un vendeur de protection qui s'engage à payer l'intégralité du capital notionnel à l'acheteur de

(2) Ces rapports, quand ils émanent d'agences de notation ou de banques d'affaires, ont été téléchargés depuis le site www.bonds.is de la Banque centrale d'Islande qui en faisait jusqu'à une période récente l'archivage systématique. Quand ils émanent d'autres institutions, ils ont été téléchargés depuis les sites de ces institutions.

protection en cas d'événement de crédit, le plus souvent en cas de défaut. La plupart des CDS font l'objet de cotations en continu et leurs *spreads* reflètent l'évolution des primes de risque telles qu'elles sont affectées aux émetteurs des obligations sous-jacentes par les intervenants des marchés. Ils sont donc en relation avec le rendement exigé de l'émetteur par les investisseurs obligataires, sans pour autant que les opérateurs du marché des CDS aient à intervenir sur le marché obligataire (voir la Figure 2 ci-dessous). L'acheteur de protection, qui paie un *spread* fixé lors de l'achat, parie sur une hausse de ce *spread* dans l'avenir et donc sur une détérioration de la perception du risque de l'émetteur par les marchés, tandis que le vendeur de protection, qui perçoit un *spread* fixé lors de la vente, parie sur une baisse de ce *spread* dans l'avenir et donc sur une amélioration de la perception du risque de l'émetteur par les marchés.

Les *spreads* de CDS sur les trois banques islandaises ont commencé à augmenter dans l'hiver 2006 pour atteindre des niveaux catastrophiques dès la fin de 2007. Ces *spreads* ont formé l'illustration chiffrée du risque des banques islandaises et peuvent être considérés comme la cause technique de leur faillite car aucun investisseur n'a accepté de les refinancer à ce niveau de risque en 2008, ni ne les aurait refinancées au niveau atteint par les *spreads* quand le refinancement est devenu indispensable en septembre 2008.

Cependant, il est difficile de lire dans la seule évolution des *spreads* les risques détaillés tels qu'ils sont perçus par les marchés, et les articles académiques sur les CDS s'attachent plutôt à décrire les relations entre les marchés de CDS et d'autres marchés (AMMER et al., 2007 ; COUDERT et al., 2011 ; DELATTE et al., 2011 ; NORDEN et al., 2009 ; LONGSTAFF et al., 2005), ou encore, quand ils étudient le risque bancaire, la relation entre les *spreads* de CDS et des mesures financières de la performance ou de la fragilité des banques (BALLESTER et al., 2011 ; CALICE et al., 2011 ; DEMIRGÜÇ-KUNT et al., 2010).

La perception du risque par le marché a déjà été évoquée au sujet des banques islandaises (BARTH et al., 2012 ; DANIELSSON et al., 2009-1 ; DANIELSSON, 2009 ;

PORTES, 2008), mais elle n'a jamais joué de rôle important dans l'analyse de leur déroute. Le lien entre le jugement du marché sur la performance d'un titre financier et la performance elle-même a été étudié par la littérature académique, mais le plus souvent au travers d'approches binaires qui réduisent le jugement de marché à des recommandations positives ou négatives (CERVELLATI et al., 2014 ; KEASLER et al., 2010 ; LIDEN 2004 ; SANT et al., 1996 ; SCHUSTER, 2003). L'approche binaire de ce jugement permet évidemment de modéliser le lien entre performance et perception de la performance, ainsi que les prophéties autoréalisatrices ou « équilibres multiples » (GÄRTNER, 2012 ; FLOOD et al., 1996 ; MORRIS et al., 1999 ; OBSTFELDT, 1996 ; DE GRAUWE et al., 2012).

On ne trouve de perspective historique dans aucune de ces études sur les prophéties autoréalisatrices dans les marchés financiers. Aucune n'essaie de reconstituer l'évolution de la perception du risque d'après les documents publiés qui analysent ce risque. Or, l'évolution du sentiment dans le temps est de première importance. Nous avons donc choisi de présenter les opinions des agences de notation, des banques d'affaires et des organismes publics de manière chronologique, sans les classer selon leur institution d'origine. Ces opinions sont toutes exprimées par des analystes le plus souvent stables sur la période, comme on peut le vérifier en annexe, et dont les opinions dépendent assez fortement du moment.

Le risque islandais avant les premiers coups de tonnerre

Les principales zones de risque des banques islandaises étaient bien connues avant le début des tensions sur le marché des CDS. En septembre 2004, le *Monetary Bulletin* de la Banque centrale d'Islande rappelle la relation étroite entre croissance des prêts et hausse des prix des actifs financiers, ainsi que le lien entre le nombre de prêts nouveaux et le faible ratio de provisions sur prêts. Au sujet de l'exposition des bilans bancaires aux marchés de capitaux, la Banque centrale note l'importante contribution des gains de *trading* au profit des banques et la nécessité d'un *regard critique* sur les prix des actions, du

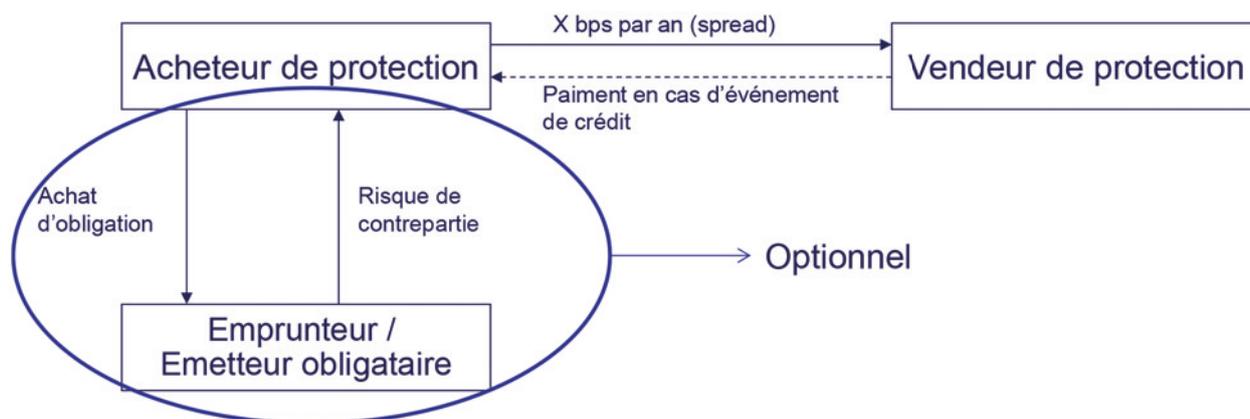


Figure 2 : Principe du *Credit Default Swap* (CDS).

fait de la hausse boursière islandaise sur le printemps et l'été de 2004. Pour ce qui est du passif des banques, la Banque centrale a conscience de ce que leur dépendance vis-à-vis du financement de marché expose les banques à *un contrecoup dans le refinancement que pourraient causer une détérioration des conditions de marché ou un changement dans la notation de crédit*, même si un tel scénario est tenu pour improbable. La conclusion de la Banque centrale sur les banques reste cependant ambiguë. Certes, les cours de bourse et le volume des prêts ont peut-être crû trop vite, mais les fonds propres des banques leur fournissent toujours *un champ considérable d'expansion*.

Sept mois plus tard, en avril 2005, lors du lancement d'un rapport de stabilité financière comme publication annuelle autonome, la Banque centrale va un peu plus loin dans la description du risque des banques. Une récession économique en Islande n'est pas à exclure, du fait de l'accélération de l'inflation et d'un important déficit des comptes courants. Si une récession domestique devait advenir, les banques seraient en risque à cause de leur exposition au marché d'actions islandais et de leurs importants portefeuilles de prêts, notamment à des sociétés parentes. Une circonstance aggravante serait alors la dépréciation de la couronne islandaise, du fait de la dépendance des banques par rapport au financement en devises étrangères, *l'une des plus grandes faiblesses de l'économie*. Le seul élément déclenchant d'une crise, selon la Banque centrale en avril 2005, serait donc un arrêt plus ou moins brutal de la croissance islandaise. Un tel événement est-il probable ? Il ne le semble pas, car la hausse des cours des actions *ne paraît pas telle qu'un risque majeur de repli puisse en être déduit*, opinion plus optimiste que celle de septembre 2004. De plus, la rentabilité des banques se situe à *un niveau record avec le ratio de capital le plus élevé depuis dix ans*, et les banques ont réussi à déplacer vers le long terme la *plus grande partie du financement en devises étrangères*.

Une récession islandaise pourrait intervenir à la fin du cycle d'investissement en cours, mais des finances publiques saines caractérisées par un faible endettement et un excédent budgétaire devraient permettre de surmonter un arrêt de la croissance, selon Moody's qui confirme le triple A des obligations souveraines islandaises le 19 juillet 2005. Certes, pour Moody's, le risque bancaire est accru par le recours à du financement d'investisseurs étrangers qui peuvent être réticents vis-à-vis de la structure du passif des banques. Cependant, Moody's en juillet 2005 pense que le seul scénario de crise pour les banques islandaises est celui d'une récession islandaise, risque modéré selon Fitch qui considère, le 3 août 2005, que *les finances publiques islandaises sont en bonne posture pour résister à l'impact d'un arrêt brutal de la croissance*. Standard & Poor's, le 31 octobre, n'analyse pas différemment l'Islande mais cherche les pays auxquels on pourrait le mieux la comparer. L'Islande en effet semble un cas assez particulier en Europe du nord, avec la conjonction rare d'un haut niveau de développement, d'une croissance forte, d'une petite taille, d'une faible diversification écono-

mique et d'une monnaie indépendante. Standard & Poor's évoque des pays aussi divers que la Nouvelle-Zélande, les Bermudes, Andorre, Hong Kong, le Portugal, la Slovénie et la Belgique.

La distorsion possible entre un actif de bilan exposé aux marchés de capitaux et aux emprunteurs domestiques, et un passif alimenté par des prêteurs étrangers en devises étrangères est aussi l'un des sujets principaux du rapport annuel publié à l'automne 2005 par l'autorité de régulation financière islandaise (désignée dans la suite de cet article par son acronyme islandais FME, pour Fjármálaeftirlit-sins). FME commente l'expansion étrangère des banques et la voit comme ambivalente. Cette expansion accroît la dette étrangère mais diminue l'exposition des banques à l'Islande et à une éventuelle récession domestique, car la moitié du profit net agrégé des banques en 2005 vient de leurs activités à l'étranger. FME rend compte de ses efforts en vue d'une coopération plus grande avec les régulateurs des pays d'opération des banques islandaises, dont l'expansion internationale serait ainsi accompagnée par une régulation plus efficace.

Au début de 2006, le 24 janvier, après une petite hausse de 9 points de base (de 36 à 45) du *spread* de CDS des trois banques, Barclays Capital estime que le principal risque pour les banques islandaises est l'exposition de leur actif de bilan, et plus particulièrement de leurs prêts, à une possible récession domestique. Barclays s'interroge sur la capacité de la petite économie islandaise à soutenir une ou plusieurs banques dans cette éventualité. Toutefois, les trois banques présentent une rentabilité élevée et de très bons ratios bilanciaux. Barclays recommande plusieurs transactions sur les CDS des banques islandaises, KaupPing étant d'ailleurs vue comme de perspectives plus sûres que la Commerzbank allemande puisque Barclays conseille d'acheter de la protection sur Commerzbank et d'en vendre sur KaupPing. La protection à cinq ans sur KaupPing était alors à 43 points de base, un niveau perçu par Barclays comme trop élevé par rapport aux 16,5 points de base de Commerzbank.

Fitch en février, Merrill Lynch en mars 2006 : coups de tonnerre dans un ciel serein

Le passage de l'Islande en perspective négative dans la notation de Fitch en février 2006 est souvent considéré comme l'événement déclencheur de la « mini-crise » bancaire de 2006. Il faut toutefois lire le rapport Fitch du 21 février sur l'Islande avec le rapport publié deux jours plus tard par le même Fitch sur les banques islandaises, et avec le rapport de Merrill Lynch en date du 7 mars lui aussi consacré aux banques islandaises.

Le 21 février 2006, Fitch transforme en négative sa perspective – jusqu'alors stable – sur la notation de la République d'Islande pour ses émissions de dette en devises locales et étrangères. Le principal motif de cette révision est la possibilité, déjà mentionnée en 2005, que l'inflation significative, la croissance rapide du crédit, l'envolée des prix des actifs financiers, le déficit des comptes courants

Photo © Justin Lane/ EPA-MAXPPP



Immeuble de l'agence de notation financière Fitch Ratings à New York.

« Le 21 février 2006, Fitch transforme en négative sa perspective – jusqu'alors stable – sur la notation de la République d'Islande pour ses émissions de dette en devises locales et étrangères. »

et la dette extérieure croissante soient les signes d'une surchauffe économique annonciatrice de récession. L'importante dette extérieure est l'un des risques considérés comme les plus importants, et il s'agit essentiellement d'une dette des banques vis-à-vis des marchés de capitaux étrangers. De fait, Fitch note dans son rapport du 21 février que les banques *supporteraient mal de se trouver coupées des marchés de capitaux internationaux pour quelque durée que ce fût*. Comme Standard & Poor's quelques mois plus tôt, Fitch a du mal à trouver pour l'Islande des comparaisons internationales pertinentes. L'Australie et la Nouvelle-Zélande sembleraient de bonnes candidates, car elles connaissent, comme l'Islande, un haut niveau de développement, une faible diversification économique et une croissance forte mais erratique. Ces autres pays cependant ont des économies *bien mieux documentées* que l'Islande, et leur résilience a été *éprouvée avec succès* sur une plus longue période.

L'un des handicaps de l'économie islandaise a beau être la forte dette de ses banques en devises étrangères, deux jours plus tard le 23 février Fitch maintient sa note A sur ces banques avec perspective stable. Le principal motif de cette décision est que la note des banques intégrait déjà depuis novembre 2005 le risque macroéconomique islandais, un risque pourtant jugé plus préoccupant le 21 février, en grande partie du fait de l'endettement des banques. Fitch relève la diversification géographique des

banques, avec d'importants crédits accordés à l'étranger et qui *compensent dans une certaine mesure* les risques domestiques. Quand Fitch analyse le risque souverain islandais le 21 février, ce risque est alimenté par le passif de banques qui supporteraient mal d'être coupées des marchés internationaux de dette. Quand, deux jours plus tard, Fitch se tourne vers le risque des banques, celui-ci est partiellement compensé par une diversification internationale certes financée par de la dette, mais qui permet de n'être point trop exposé au risque islandais. La dette des banques est préoccupante, car elle risque de déstabiliser l'économie islandaise, mais en finançant l'expansion internationale des banques, elle leur permet d'être moins exposées au risque de l'économie islandaise, et donc davantage sûres de pouvoir rembourser ou refinancer leur dette. Par la circularité qu'ils créent entre risque souverain islandais et risque des banques islandaises, les deux rapports Fitch des 21 et 23 février 2006 confinent au sophisme.

La couronne islandaise perd par rapport à l'Euro dès la révision de la perspective de l'Islande mais les *spreads* des CDS bancaires, après une petite hausse momentanée, ne sont guère affectés par les rapports de Fitch dont ils semblent confirmer la conclusion plutôt favorable aux banques. Les *spreads* demeurent stables pendant deux semaines, et c'est le rapport Merrill Lynch du 7 mars qui provoque leur élargissement soudain (voir la Figure 3 de la page suivante).

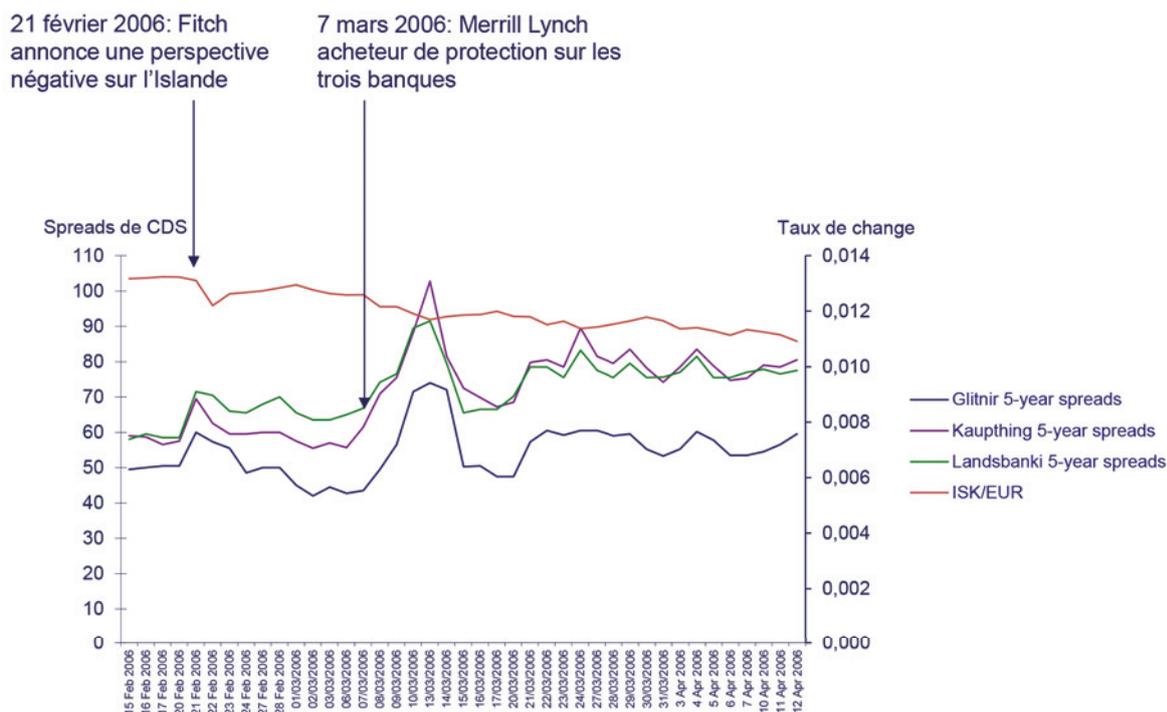


Figure 3 : Les deux coups de tonnerre. *Spreads* de CDS bancaires et taux de la couronne islandaise contre l'Euro de la mi-février à la mi-avril 2006.

Le rapport Merrill Lynch porte le titre *Les Banques islandaises, ce n'est pas ce que vous croyez* ⁽³⁾ et annonce bien ainsi une confrontation d'opinions. Il analyse les risques associés à la fois à l'actif et au passif des bilans bancaires. Le rapport décrit l'exposition de l'actif au risque probable d'une récession islandaise, au travers à la fois des crédits et des investissements dans des fonds d'actions, et il évoque aussi les participations croisées entre banques et les prêts à des sociétés parentes. Les auteurs du rapport usent d'une formule expressive pour capturer le risque sur l'actif des banques, exposées aux *vents glacés du risque systémique*, mais le système dont il s'agit n'est que celui de l'économie islandaise menacée d'une interruption brutale de sa croissance. Au sujet du passif des banques, le rapport est moins catégorique. Les banques, confrontées à des échéances rapprochées d'exigibilité de leur dette, rencontreraient *des difficultés évidentes dans la levée de fonds*, mais ailleurs dans le rapport les auteurs reconnaissent que *les banques ont entrepris de lever des fonds dès le début de 2006, ce qui a pu satisfaire tout ou partie de leurs besoins sur l'année*. Merrill Lynch attribue au *sentiment du marché* les difficultés qu'éprouveraient les banques à se refinancer. Seul un *retournement* de ce sentiment d'ici à environ six mois pourrait prévenir un *risque significatif de refinancement des banques en 2007*.

C'est bien, en définitive, le sentiment attribué au marché de la dette des banques qui emporte la conviction des analystes de Merrill Lynch. En effet, le risque d'exposition à l'économie islandaise est tempéré par le jugement selon lequel *l'Islande pourrait supporter de résoudre une crise bancaire* en dépit de la distorsion entre les bilans bancaires et le produit intérieur brut du pays. On retrouve chez Merrill une circularité proche de Fitch dans le raison-

nement : le risque des banques dans l'exposition de leur actif au risque de l'Islande est tempéré par la capacité de l'Islande à maîtriser le risque des banques.

La publication, en mars 2006, du rapport Merrill Lynch sur les banques islandaises apparaît comme un événement important qui décide d'un discours dont les principaux éléments ne varieront guère sur les deux ans et demi que les trois banques ont encore à vivre. L'actif des banques est exposé par des investissements en dette et fonds propres à une économie islandaise en surchauffe, cette exposition étant aggravée par des prêts substantiels à des sociétés parentes, des participations croisées et des prêts à des fonds en actions. Ce risque se reflète dans le sentiment des investisseurs obligataires, tel que l'expriment des *spreads* de CDS dont l'élargissement est cependant plutôt postérieur qu'antérieur à la publication de Merrill Lynch. Les agences de notation ne prennent pas en compte ce risque et leurs notes ne sont pas cohérentes avec les *spreads*. Au contraire des rapports précédents d'autres institutions, Merrill va chercher des banques comparables aux banques islandaises dans des pays moins développés, comme l'Afrique du Sud, la Russie, le Kazakhstan et l'Ukraine. Les banques islandaises sont les institutions financières risquées d'un pays désormais tenu pour émergent, et Merrill recommande d'acheter de la protection sur elles, leur risque ne paraissant pas encore entièrement contenu dans les *spreads* de leurs CDS. La recommandation semble suivie et l'élargissement des *spreads* de CDS caractérise la « mini-crise » qui dure jusqu'en septembre 2006 (voir la Figure 4 de la page suivante).

(3) Icelandic banks: not what you are thinking.

Cette « mini-crise » suscite un débat entre banques d'affaires, agences de notation et organismes publics islandais sur les deux risques distincts mais liés que sont le risque bancaire en Islande et le risque souverain islandais.

Mars-juillet 2006 : risque de récession et sentiment du marché, une controverse sur les banques islandaises

Le risque souverain islandais, tel que perçu au printemps 2006, paraît essentiellement lié à une possible récession en 2007. Standard & Poor's le mentionne le 16 mars et Danske Bank y consacre le 21 mars un rapport sous un titre évocateur, *Islande, la crise du geyser*. Danske Bank met en cause l'économie islandaise comme Merrill Lynch le 7 mars avait mis en cause les banques. Les auteurs du rapport tiennent pour *probable une crise financière de grande échelle* et voient l'économie islandaise *en route pour une récession en 2006-2007* avec un PIB en chute de *probablement 5 à 10 % sur les deux prochaines années*. Danske Bank précise la chaîne causale qui mènerait du risque islandais au risque des banques islandaises, puis en retour du risque bancaire au risque islandais. Une récession islandaise affecterait les engagements de crédit domestique et accroîtrait les difficultés de refinancement des banques, ce qui causerait une baisse de leur notation de crédit et les contraindrait à restreindre encore leurs octrois de prêts. Le jour de la publication du rapport Danske, les *spreads* de CDS bancaires s'élargissent de dix points de base.

Dès mars 2006, le débat sur les risques bancaire et islandais tend à se concentrer sur deux points, la capacité des banques à surmonter une récession islandaise dont la probabilité et la gravité ne font d'ailleurs pas consensus,

et l'élargissement des *spreads* de CDS bancaires. Les analystes de Danske remarquent le 20 avril que la couronne islandaise a continué de perdre en valeur depuis la publication de leur rapport précédent, en concluent que la situation *tourne à la crise complète* et recommandent de vendre la couronne islandaise. La croyance en l'avènement prochain d'une récession islandaise se retrouve chez Standard & Poor's le 28 mars, ou encore chez Moody's le 4 avril. Barclay's Capital, le 11 avril, estime que les *spreads* de CDS bancaires ne reflètent pas encore l'étendue du risque, dans la mesure où un arrêt économique brutal est probable en Islande avec une croissance nulle ou négative en 2007 et un impact sévère sur l'actif des bilans bancaires au travers du portefeuille de prêts et des investissements en actions.

Ce pessimisme toutefois ne fait pas l'unanimité des rapports sur les banques islandaises. Morgan Stanley le 13 mars, Dresdner Kleinwort Benson le 14 mars ou JPMorgan le 24 mars considèrent que les *spreads* vont plus loin que le risque et que le risque principal pour les banques islandaises se réduit aux opinions négatives sur le marché des *spreads* de CDS. Morgan Stanley remarque que les *spreads* de CDS bancaires islandais sont désormais plus larges que celui de la Banca Popolare Italiana, dont le président vient d'être mis en prison. JPMorgan loue la bonne rentabilité des banques et leur capacité à se refinancer en dépit de conditions de marché difficiles, mais fait aussi allusion au rapport Danske publié trois jours plus tôt pour noter *la publication d'un rapport négatif par l'un des rivaux scandinaves des Islandais*, une telle publication *exacerbant la volatilité*.

Cependant, réaliser que ces larges *spreads* résultent peut-être d'une opinion infondée ne mène pas néces-

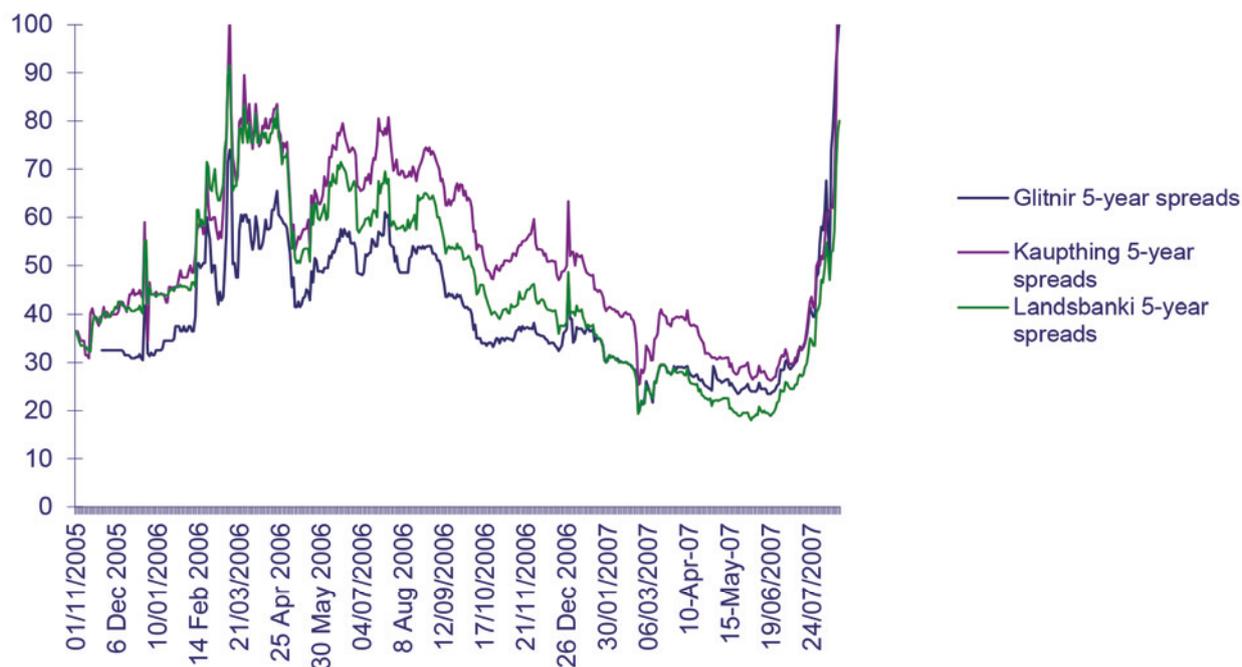


Figure 4 : La « mini-crise » de 2006, suivie par un rétrécissement des *spreads*. *Spreads* de CDS bancaires de novembre 2005 à juillet 2007.

sairement à la conclusion qu'ils vont se rétrécir. Credit Sights réunit le 26 mars une table ronde d'investisseurs. Certes, ils comparent les banques islandaises à la *Banca Popolare Italiana* dont les problèmes, eux, sont *tangibles et clairement identifiables*. L'opinion générale de la table ronde reste cependant que le passif bilanciel des banques islandaises, trop chargé en emprunts sur les marchés, a fait d'elles *les otages* d'un *sentiment de marché* qui pourrait continuer de se détériorer.

Il est intéressant de noter que les analystes font peu la distinction entre les trois banques. Standard & Poor's ne note que Glitnir mais les principaux risques mentionnés dans son rapport du 28 mars, la possibilité d'une récession islandaise et le recours excessif au financement de marché, menacent aussi les autres banques. Barclay's Capital, le 11 avril, voit en Glitnir la moins risquée des trois mais remarque aussi que *les risques sont plus systémiques que « micro »*.

Les risques sont systémiques, mais le système que les rapports du printemps 2006 voient menacé par une crise se réduit à l'économie islandaise. Or les banques islandaises se sont déjà bien internationalisées et détiennent à l'étranger la moitié de leur actif. Les effets de l'internationalisation ne font pas non plus l'unanimité, selon qu'on la considère du point de vue du passif ou du point de vue de l'actif. En effet il a fallu la financer par des marchés de dette désormais exposés à un élargissement des *spreads* de CDS, mais elle a permis de réduire l'exposition de l'actif au risque islandais. Credit Sights le 26 mars voit l'internationalisation comme un atout mais JPMorgan le 24 mars croit peu en un sauvetage des filiales étrangères par le gouvernement islandais en cas de difficultés sur le financement des banques.

Le débat sur le risque de l'Islande et de ses banques continue d'être marqué par une difficulté à cerner la spécificité islandaise. Cette difficulté se mesure au vaste spectre de pays et de banques auxquels ont recours les différents rapports pour faire leurs comparaisons. Pour Danske le 21 mars, l'affaire est claire : l'Islande est un pays émergent, plus risqué que la Thaïlande *avant la crise de 1997*, et *seulement un peu plus sain que la Turquie avant la crise de 2001*. JPMorgan, plus optimiste, préfère comparer le marché islandais à ceux du Golfe, solides aussi mais assez fermés et donc volatils, et rapproche les banques islandaises des banques allemandes. Les autres banques scandinaves ne se prêtent pas aisément à la comparaison avec les islandaises, sauf pour Barclay's Capital qui fait cependant un commentaire intéressant et révélateur sur la difficulté de comprendre l'Islande. Lorsque les analystes de Barclay's se rendent le 11 avril à Reykjavik, leurs discussions avec le superviseur FME sont difficiles du fait de *la barrière de la langue*, alors que cette barrière est moindre avec la Banque centrale. Il est vrai que les rapports 2006 et 2007 de FME, en version anglaise, portent en assez gros un *insuarance*, au lieu de *insurance*, qui semble avoir échappé deux années de suite aux relecteurs locaux.

En dépit de la langue et de ses barrières, les institutions publiques islandaises ne restent pas muettes devant les

préoccupations internationales suscitées par l'île et ses banques. En mai 2006, deux rapports tentent de présenter une vision islandaise du risque bancaire.

Le rapport de stabilité financière, publié par la Banque centrale, évoque le lien entre risque domestique et risque international. Si la croissance islandaise doit ralentir, ce sera en douceur comme en 2002, et non brutalement, à moins d'une hausse des taux d'intérêt internationaux. L'élargissement des *spreads* de CDS bancaires est aussi perçu comme une menace internationale qui pourrait causer une hausse des taux des prêts domestiques et accroître le risque de surchauffe et de récession en Islande. Selon cette perspective, ce n'est plus le risque islandais qui cause l'élargissement des *spreads* de CDS, mais bien cet élargissement, lié aux perceptions du marché, qui aggrave le risque de récession en Islande. L'un des principaux objectifs du rapport de stabilité financière de 2006 est de fournir une analyse des risques bancaires qui ne les nie pas mais en montre les limites. Les banques ont passé avec succès le *stress test* de FME et le pays le plus comparable à l'Islande est la Nouvelle-Zélande, une autre société très développée avec une forte croissance, une économie faiblement diversifiée et des caractéristiques insulaires. La Banque centrale remarque aussi la contradiction entre le changement de perspective de Fitch sur le risque souverain et la perspective inchangée sur le risque bancaire.

L'autre rapport islandais de mai 2006 est intitulé *Stabilité financière en Islande*, et ne doit pas être confondu avec le rapport presque homonyme de la Banque centrale, car il répond à une commande de la Chambre de Commerce d'Islande. Les auteurs en sont deux universitaires, un Islandais et un Américain, ce qui manifeste le désir islandais de solliciter une opinion étrangère dans une controverse internationale. L'auteur américain, Frederic Mishkin, ne paraît pas à son avantage dans le fameux documentaire *Inside job*, tourné après la crise de 2008, qui lui reproche ses émoluments et le changement de *stabilité* en *instabilité* dans le titre du rapport sur sa liste de publications. Le rapport vaut cependant d'être lu au même titre que ceux des banques d'affaires, agences de notation ou institutions publiques islandaises, comme une contribution à la controverse de l'époque. Il consiste essentiellement en une démonstration macroéconomique de l'absence d'un risque imminent de récession islandaise. Les auteurs en déduisent qu'une crise bancaire serait improbable, tout en précisant qu'*on ne peut exclure des prophéties autoréalisatrices, appelées aussi équilibres multiples, dans lesquels des préoccupations sur une crise financière islandaise précipiteraient une vente massive des actifs islandais et causeraient alors la crise financière, même sans qu'elle soit justifiée par les fondamentaux*. L'opinion exprimée dans le rapport n'est pas éloignée de celles de Morgan Stanley, Dresdner ou JPMorgan dans l'insistance sur le sentiment de marché, qu'il soit justifié ou non.

Le dernier rapport important de cinq mois de controverses est publié le 21 juillet 2006 par Merrill Lynch, dont les analystes réaffirment leur jugement sur les banques. L'*opinion consensuelle* selon eux est d'une *croissance*

islandaise nulle, sinon négative, en 2007. L'élargissement des *spreads* est donc un facteur de risque quand on le relie aux échéances de refinancement des banques en 2007 et au risque de récession cette même année. Les *spreads* demeurent larges et très volatils jusqu'à la fin de septembre, et le 12 septembre encore un rapport de Moody's exprime des préoccupations sur KaupPing et sa forte dépendance par rapport au financement de marché, combinée à une économie domestique volatile et en repli.

Août 2006 – juillet 2007 : retour à la croissance pour l'Islande, retour à la normale pour les banques?

Dans un contexte de détente sur les marchés de capitaux mondiaux, les *spreads* de CDS bancaires islandais se rétrécissent à partir de la fin de septembre. Des deux risques majeurs que les analystes avaient identifiés au printemps, une incapacité des banques à se refinancer en 2007 et une récession islandaise la même année, le premier disparaît à l'automne 2006 quand chaque banque annonce avoir bouclé son refinancement pour l'année suivante, tandis que le second s'efface peu à peu au début de 2007 avec une révision des prévisions officielles de croissance de 1 % à 2,2 % (ministère des Finances, 2007).

La consultation annuelle sur l'Islande, publiée par le FMI au titre de son article IV en août 2006, semble annoncer un nouvel état d'esprit sur le profil de risque des banques islandaises. Le système financier islandais, afin de pouvoir gérer ses risques, a pris et continue de prendre des mesures pour faire face aux exigences de liquidité, préserver la haute qualité du portefeuille de crédits et réduire les participations croisées.

Les analystes de diverses institutions (Fitch le 30 août 2006 sur KaupPing, Fitch le 14 novembre 2006, R&I le 6 juin 2007) ne jettent plus qu'un regard rétrospectif sur ce qui est perçu comme une petite crise du passé, une crise qui a montré la capacité des banques islandaises à répondre aux préoccupations du marché par une diversification de leur financement sur de nouveaux marchés de dette et la collecte de dépôts étrangers, l'allongement de leurs échéanciers de remboursement et le dénouement des participations croisées. Moody's, le 14 décembre 2006, décrit le système bancaire islandais comme *bien capitalisé, d'une ample liquidité et fortement supervisé*, situation d'autant plus confortable que *les gros remboursements à venir en 2007 sont déjà presque entièrement financés*.

Même Merrill Lynch semble baisser la garde, et le 8 novembre n'est pas hostile à une position longue ⁽⁴⁾ sur les banques islandaises, leur donnant crédit d'avoir dans l'ensemble répondu aux préoccupations des investisseurs.

Dès lors que les emprunts à échoir pour 2007 sont refinancés, il y a place dans les esprits pour une autre image des banques islandaises, une autre *histoire* pour utiliser un terme d'analyste, une histoire de forte croissance, forte rentabilité et déconnexion croissante par rapport à une économie domestique volatile. Les analystes de Citigroup sur le marché d'actions défendent ce point de vue le

3 janvier 2007, et encore le 30 janvier, en recommandant l'achat de l'action KaupPing. Ils rejoignent ainsi les analystes des marchés de dette qui considèrent que le risque des banques ne mérite pas des *spreads* aussi larges.

La révision à la hausse des prévisions islandaises de croissance incite Morgan Stanley, le 21 février 2007, à rejoindre Citigroup dans une recommandation d'achat de l'action KaupPing, banque sur laquelle on peut raconter une histoire de croissance désormais cohérente avec une croissance islandaise à l'abri de la récession. Aux yeux des analystes de Morgan Stanley, *le risque macro est moins un problème depuis quelques mois ; la récente révision à la hausse des prévisions de PIB a fait reculer la peur de l'arrêt brutal d'une économie en croissance rapide*.

Le 15 mars 2007, Fitch tempère l'optimisme ambiant en mettant en œuvre la dégradation de l'Islande attendue depuis la révision de perspective un an plus tôt. Le même jour cependant, Fitch confirme les notations des trois banques. Les deux rapports montrent la même circularité dans le raisonnement qu'en février 2006. Le risque principal d'une interruption brutale de la croissance islandaise réside dans *les déséquilibres macroéconomiques causés par le secteur privé et la dette extérieure nette en forte augmentation* avec les établissements bancaires comme *principaux débiteurs*. Quant aux banques, leur risque principal serait que *leur environnement domestique devînt plus difficile si un arrêt brutal de la croissance islandaise se matérialisait*. L'Islande se trouverait en difficulté si les banques ne pouvaient rembourser leur dette, et les banques ne pourraient rembourser leur dette si l'Islande se trouvait en difficulté.

L'impression de circularité est renforcée par les commentaires positifs de Fitch, dans son rapport sur les banques, au sujet de leur *accès renforcé au financement* et de *l'allongement de leur échéancier de remboursement*. Si la dette est moins un problème pour les banques, pourquoi le demeure-t-elle pour l'Islande ? Un mois plus tard, dans leurs rapports sur Glitnir, Moody's le 16 avril et Standard & Poor's le 25 avril voient aussi comme des risques pour Glitnir les impacts possibles d'une récession islandaise sur l'actif du bilan, et d'un sentiment de marché négatif sur le passif. R&I par contre, le 6 juin, prévoit un ralentissement en douceur plutôt qu'une récession brutale, et tient pour *très improbable* une crise financière.

La réduction de l'exposition à l'Islande par la diversification géographique de l'actif semble une bonne chose, mais cette diversification exerce au passif une pression de financement. Le dilemme résultant s'exprime par des opinions contradictoires sur les acquisitions étrangères. Fitch, le 30 août 2006, tend à voir d'un œil positif l'acquisition par Glitnir d'un *second marché domestique en Norvège*, ou encore, le 28 novembre, l'expansion de Landsbanki au Royaume-Uni et en Europe continentale.

(4) Une position longue est favorable à un titre. Il s'agit en l'occurrence d'une vente de protection qui escompte une diminution du risque perçu.

D'autres sont plus prudents et distinguent entre Landsbanki et Glitnir, dont les courbes de *spreads* se croisent pendant l'hiver 2007 sur fond d'une approche différenciée de Merrill Lynch entre les deux banques.

En novembre 2006, alors que les *spreads* de Landsbanki sont plus larges que ceux de Glitnir, Merrill Lynch contredit la vue dominante du marché sur le risque relatif entre les deux banques et décrit favorablement, dans son rapport du 8 novembre, *la manière méthodique* dont le management de Landsbanki *répond aux préoccupations du marché de dette*, tandis que les fréquentes acquisitions de Glitnir témoignent d'un *appétit prononcé pour le risque*. Le 26 janvier, alors que les *spreads* des deux banques viennent de se rejoindre, Merrill Lynch, comme au 8 novembre, recommande la vente de protection sur Landsbanki. De la fin de mars 2007 jusqu'à l'automne 2008, les *spreads* de Landsbanki sont plus étroits que ceux de Glitnir.

Pourtant il serait exagéré de dire qu'à partir de l'hiver 2007, les acquisitions de Glitnir sont mal vues de tous les analystes. Moody's le 6 février et Standard & Poor's le 7 février s'inquiètent de l'acquisition par Glitnir du finnois FIM, mais Fitch le 5 février apprécie l'expansion de Glitnir en Scandinavie. Moody's, en dépit de ses réserves de février, semble avoir le 22 mai une meilleure opinion des acquisitions à la fois de Glitnir et de Landsbanki, qui diversifient ainsi leurs sources de revenus.

Même alors que les tensions semblent s'être relâchées, il paraît toujours difficile de trouver des comparaisons internationales adéquates pour l'Islande et ses banques. Fitch le 14 novembre 2006 recourt au précédent, déjà utilisé par Danske, de la crise asiatique, tandis que Danske le même jour fait de l'économie islandaise le tableau d'un marché émergent, comparable à l'Afrique du Sud, à la Turquie, à l'Indonésie, aux Philippines ou au Brésil. Citigroup le 3 janvier 2007, ou Morgan Stanley le 21 février, font des comparaisons plus louangeuses avec les banques allemandes, Deutsche Bank ou Commerzbank. Quant à la Banque centrale, dans son rapport de stabilité financière pour 2007, elle continue de comparer l'Islande à la Nouvelle-Zélande. Plusieurs analystes insistent sur la nécessité de mieux comprendre les spécificités islandaises, Citigroup allant même le 3 janvier jusqu'à espérer qu'une meilleure compréhension des banques islandaises par les marchés internationaux permettrait de les coter à la bourse de Londres.

S'il y a eu « mini-crise » en 2006, c'est qu'il y a eu difficulté à comprendre l'Islande. Les autorités islandaises, dans leurs rapports de la fin 2006 ou du printemps 2007, s'inscrivent bien elles aussi dans cette vision des choses.

Selon le rapport 2006 de la FME (portant sur la période du 1^{er} juillet 2005 au 30 juin 2006 et publié à l'automne de cette même année), le système financier islandais a été capable d'apporter des réponses aux critiques *des analystes étrangers*. Les *stress tests* se sont bien passés, et l'Islande coopère avec les superviseurs étrangers pour contrôler l'expansion internationale de ses banques. C'est *la croissance extraordinaire des banques islandaises*, avec

leurs taux de profit « record » et leurs importantes acquisitions étrangères, qui a suscité des questions, et même de la méfiance, parmi ceux qui ne comprennent pas comment cela a pu être accompli en un temps si court. Une meilleure information sur les activités bancaires, la diminution des participations croisées et le refinancement des emprunts pour 2007 devraient désormais *permettre de calmer les vagues de scepticisme soulevées par les analystes étrangers*.

Le rapport de stabilité financière publié par la Banque centrale en avril 2007 mentionne comme la plupart des autres rapports le risque sur l'actif et celui sur le passif. Cette analyse des risques doit cependant montrer la *résilience* des banques : *même si la fonction principale d'un rapport de stabilité financière est d'éclairer les risques, les facteurs de renforcement des perspectives économiques de long terme doivent être aussi dûment notés*. Ainsi, l'introduction présente deux tableaux, nouveaux par rapport à l'année précédente, l'un intitulé *Principales vulnérabilités* et l'autre intitulé *Résilience*. Les banques islandaises ont prouvé leur résilience en 2006 quand elles ont répondu à un sentiment contraire du marché, et désormais *ce qui était un problème menaçant il y a environ un an appartient au passé*. L'un des risques macroéconomiques les plus importants, déjà mentionné dans le rapport de 2006, serait un accroissement des taux d'intérêt internationaux, qui causerait une hausse des taux d'emprunt domestiques et une augmentation des défauts pour les banques. Le risque principal vient de l'étranger et c'est à l'étranger que les rapports de la Banque centrale doivent être lus et compris. À cette fin un cadre de la Banque d'Angleterre, expert en rapports de stabilité financière, a été invité à vérifier la qualité du rapport de 2006, et sa revue de ce rapport, favorable, est publiée en annexe du rapport de 2007.

La Chambre de Commerce d'Islande n'est pas en reste. Elle continue de se référer au rapport qu'elle avait commandé et publié en mai 2006 sur la *Stabilité financière en Islande*, et à sa conclusion sur les prophéties auto-réalisatrices, dans un rapport intitulé *L'avance de l'Islande* et publié en février 2007. La conclusion, aux accents presque nationalistes, porte le titre du *Génie de l'Islande* et définit ce génie comme celui *d'un peuple avec à la fois de la glace et du feu dans son âme, qui parvient à réunir un amour très nordique de l'ordre, de l'efficacité, de l'équité et de la compétence, avec une intuition, une chaleur, une familiarité et une passion typiques de la Méditerranée*.

Les *spreads* bancaires islandais recommencent à s'élargir à partir de la fin de juin 2007 (voir la Figure 4 de la page 73), mais encore le 26 juillet, après la publication de très bons résultats de KaupPing pour le deuxième trimestre, Citigroup comme Fitch félicitent la plus grande banque islandaise pour avoir su répondre aux préoccupations des investisseurs en diversifiant à l'étranger à la fois ses actifs et ses sources de financement. Le rapport publié en août 2007 au titre de l'article IV du FMI évoque favorablement la réponse bancaire à la « mini-crise » de 2006, tout en insistant sur l'importance d'une supervision scandinave coordonnée et sur la *vulnérabilité au sentiment des marchés de capitaux*.

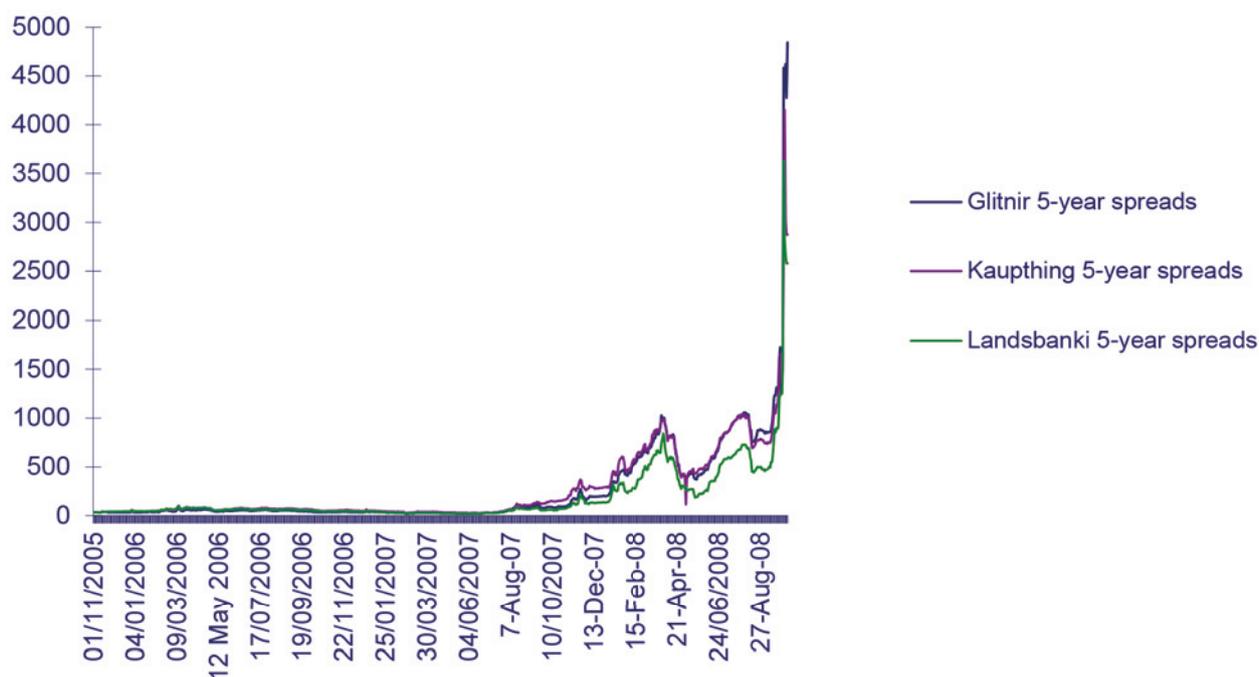


Figure 5 : Une banqueroute annoncée ? *Spreads* de CDS bancaires de novembre 2005 à septembre 2008.

Août 2007 – septembre 2008 : chronique d'une banqueroute annoncée ?

Les trois banques islandaises connaissent une évolution catastrophique de leurs *spreads* de CDS depuis l'été 2007 jusqu'à leur effondrement au début d'octobre 2008 (voir la Figure 5 ci-dessus).

On ne peut évoquer comme cause de la détérioration soudaine de l'été 2007 une contagion des autres banques, car les banques islandaises n'étaient que très peu exposées aux *subprimes* que Bear Sterns et BNP Paribas venaient de faire connaître au grand public en suspendant la liquidité des fonds qui leur étaient dédiés. Cette faible exposition aux *subprimes* n'échappe pas aux analystes (Moody's les 25 octobre et 20 novembre 2007, UBS le 5 décembre 2007, Credit Sights le 30 mars 2008), mais dans un contexte de détérioration mondiale des conditions de marché le risque des banques islandaises est manifestement perçu comme très élevé.

La croissance externe est désormais sanctionnée par le marché. L'annonce, le 15 août, de l'acquisition par KaupPing de la banque d'affaires néerlandaise NIBC, elle-même affectée par les *subprimes*, cause un élargissement des *spreads* de KaupPing par rapport à ceux des autres, même si le portefeuille de *subprimes* est excepté de la transaction. Jusqu'au début de 2008, le marché des CDS comme les analystes, à l'instar de ceux de BNP Paribas au 23 janvier, considèrent KaupPing comme la plus risquée des trois banques.

Les analystes distinguent cependant à l'intérieur de la croissance internationale entre l'acquisition de banques financées par le recours au marché et l'acquisition de dépôts

bancaires. La dépendance par rapport au financement de marché demeure problématique dans un contexte d'instabilité grandissante (Fitch le 15 août ou Moody's le 20 novembre 2007 sur l'acquisition de NIBC par KaupPing, Fitch le 23 août 2007 et Moody's le 25 octobre 2007 sur Glitnir), tandis que UBS, le 20 février 2008, voit positivement les efforts de Landsbanki, et dans une moindre mesure ceux de KaupPing, pour accroître la part des dépôts bancaires dans leur financement.

Pour ce qui est du risque sur l'actif bancaire, la croissance internationale continue d'être vue avec faveur par certains (Fitch le 23 août 2007 sur Glitnir), surtout si l'on redoute à nouveau une récession islandaise, désormais prévue pour 2008 (Moody's le 25 octobre sur Glitnir ou le 20 novembre sur KaupPing, UBS le 5 décembre sur la croissance 2007 de 1 % seulement). Toutefois, la crainte d'une récession mondiale s'ajoute désormais à celle d'une récession islandaise et limite donc l'intérêt de la diversification internationale (UBS le 5 décembre, Standard & Poor's le 20 mars), surtout si la diversification consiste en l'achat d'une banque d'affaires (Moody's le 27 novembre sur l'acquisition de NIBC par KaupPing).

La taille atteinte par les banques du fait de leur expansion internationale devient un élément de préoccupation, car elle risque de rendre plus difficile un sauvetage par l'État islandais (UBS le 5 décembre). Les institutions islandaises tentent de répondre à cette préoccupation. La Chambre de Commerce d'Islande commande un rapport intitulé *L'internationalisation du secteur financier islandais*, publié en novembre 2007 et rédigé, comme le rapport de mai 2006 sous les auspices de la même Chambre de Commerce, par un universitaire islandais et un universitaire de langue anglaise, en l'occurrence britannique. Le rapport

s'attache à mettre en cause la *prime de risque pays* que les marchés appliqueraient sans fondement aux banques islandaises, alors qu'il n'est pas rare de trouver un fort écart entre le bilan cumulé des banques et le PIB dans des pays qui sont devenus de grands centres financiers internationaux. Les partisans de la prime de risque sur l'Islande contesteraient à ce pays le droit de faire croître son secteur financier et de concurrencer un pays comme le Luxembourg.

Le rapport 2007 de FME voit aussi en la crise un conflit de perceptions. Il adopte un ton plus agressif que dans les éditions précédentes. Le principal problème des banques islandaises serait un problème de communication : *en 2006, les entreprises financières islandaises ont réalisé que leur expansion sur les marchés étrangers suscitait l'intérêt et l'attention d'institutions étrangères. L'intérêt de ces institutions s'est accru pour l'économie et le système financier de l'Islande, et la discussion a pris soudain un tour hostile aux entreprises financières islandaises, dans une large mesure hostile aussi au système économique et financier islandais.* Le rôle de FME dans ce conflit consiste à s'assurer de ce que les marchés financiers islandais soient connus pour leur intégrité et leur fiabilité. FME insiste à cette fin sur les comptes profitables des banques, leurs très bons ratios bilanciers et leurs résultats positifs aux *stress tests*.

Certains analystes continuent de croire que l'*histoire* des banques islandaises puisse être celle d'une croissance durable (UBS le 5 décembre), mais même si les *spreads* de CDS paraissent sans rapport avec la rentabilité (Moody's le 20 novembre, UBS le 5 décembre, Morgan Stanley 11 janvier, Credit Sights les 17 janvier et 30 mars), leur élargissement s'impose désormais comme le sujet principal de ce qui s'écrit sur les banques islandaises.

Au début de novembre 2007, les *spreads* de CDS des trois banques ont déjà dépassé les 100 points de base. En janvier 2008, ils s'élargissent violemment à la suite des difficultés de Gnipur, l'un des principaux actionnaires directs ou indirects de KaupPing et de Glitnir. Landsbanki, Glitnir et KaupPing dépassent alors respectivement 300, 400 et 500 points de base. Morgan Stanley intitule son rapport du 11 janvier : *Islande – Insoutenable* et met en garde les investisseurs contre une prophétie auto-réalisatrice : *Les préoccupations générales sur l'Islande, et en particulier sur KaupPing, pourraient se transformer en prophétie auto-réalisatrice (...)* Notre crainte la plus grande est qu'en dépit de la forte liquidité actuelle des trois banques, leur situation ne devienne de plus en plus difficile si les *spreads* de CDS restent aussi larges. Le 23 janvier, BNP Paribas a beau reconnaître les résultats positifs des *stress tests* périodiques de FME et une *surréaction initiale du marché* aux difficultés de Gnipur, il n'en demeure pas moins que si les *spreads* restent où ils sont, le *financement* va de plus en plus être à nouveau un problème.

À partir de janvier 2008, le marché semble dominé par les craintes et peu sensible aux bonnes nouvelles. L'annulation au 31 janvier de l'achat de NIBC par KaupPing ne rétrécit les *spreads* que pour quelques semaines.

On rencontre plus souvent dans les rapports l'idée de la complexité liée à l'internationalisation, déjà évoquée, mais rarement, lors de la « mini-crise » (JP Morgan le 24 mars 2006). Non seulement la taille des bilans, mais aussi la complexité transfrontalière, rendraient un sauvetage des banques plus difficile et même les dépôts étrangers, jusqu'alors considérés comme un heureux substitut à l'émission de dette, peuvent disparaître aussi vite que la confiance (Moody's en janvier 2008).

Le rapport Moody's de janvier 2008 sur l'Islande illustre, comme d'autres rapports (UBS le 5 décembre, Credit Sights le 30 mars), les hésitations des analystes sur la possibilité d'un sauvetage du secteur bancaire par l'État islandais. On y lit que *la croissance d'un système bancaire islandais internationalisé met à l'épreuve la capacité des autorités à gérer une crise éventuelle* et que *la croissance massive des bilans bancaires jusqu'à huit fois le PIB islandais a extraordinairement gonflé le passif potentiel de l'État*, mais la conclusion de Morgan Stanley est encore que *les autorités ont assez de liquidité en devises étrangères et locale pour gérer une crise systémique.*

Le 28 février Moody's dégrade les trois banques de Aa3 à A1 ou A2, non pas en raison de leur profil de liquidité encore considéré comme *solide* ou en raison de leurs résultats jugés *bons* en 2007, mais du fait de l'exposition de leur actif à une possible récession. Une nouvelle relation se fait alors jour entre le risque souverain islandais et le risque des banques de l'Islande. Le risque de récession n'est plus seulement islandais, il est mondial mais affecterait les banques islandaises internationalisées, que l'État islandais devrait alors secourir. Moody's en conclut le 5 mars une mise de l'Islande sous perspective négative.

Quand les *spreads* de CDS de Glitnir, précédant de peu ceux de KaupPing, dépassent les 1 000 points de base à la fin de mars 2008, l'inquiétude se fait encore plus vive. Le risque d'une prophétie en train de se réaliser domine les rapports, à l'instar de celui de Merrill Lynch le 31 mars. Selon Merrill, les *spreads* de CDS témoignent d'une *panique institutionnelle sur les banques* et annoncent une *panique des particuliers et des entreprises sur les dépôts*. Et pourtant, même pour Merrill Lynch qui déclencha, sous la plume du même analyste, la crise de confiance de mars 2006, il est *douteux* que les politiques publiques islandaises et la situation des banques méritent une *crise financière de grande échelle*. Merrill veut dire très clairement *la chose – les banques islandaises ne sont actuellement en aucune manière proches de problèmes de solvabilité, quelle que soit l'analyse raisonnable qu'on fasse de leurs comptes publiés*. La méfiance des marchés viserait plutôt des nouveaux arrivants perçus comme trop conquérants, ces banques islandaises dont Merrill tente de capturer les excès dans une suite d'épithètes : *trop rapides, trop jeunes, trop grosses, trop endettées, trop croisées entre elles, trop volatiles*.

Merrill recommande à l'État de racheter la dette des banques, ou tout au moins la portion de cette dette qui échoit dans les trois années suivantes. En mars 2008, les comparaisons se font aussi plus menaçantes en s'enri-

chissant de banques récemment secourues, comme Northern Rock ou Bear Stearns, évoquées par Credit Sights le 30 mars.

Selon Moody's en avril 2008, les *spreads* de CDS bancaires traduisent *une exagération déraisonnable du risque de crédit*, et Fitch le 1^{er} avril note aussi le contraste entre, d'une part, *une liquidité des banques actuellement suffisante et des fondamentaux solides* et, d'autre part, *une confiance en recul qui limite sévèrement les options de financement*. Le même 1^{er} avril, Fitch et Standard & Poor's révisent à la baisse leurs perspectives pour l'Islande à cause des risques de déroute financière, et Fitch révisé à la baisse la perspective des trois banques. Ce n'est plus comme en 2006 la peur d'une récession islandaise qui engendre un risque pour les banques et en retour pour l'Islande, ce n'est même plus la peur d'une récession internationale qui pèse sur les banques et donc sur l'Islande, c'est la dette bancaire qui par son coût désormais très élevé menace à la fois les banques et le niveau des taux d'intérêt en Islande, ce dernier effet pouvant causer une récession domestique et affecter l'actif du bilan des banques.

Le cercle du raisonnement reste inchangé entre passif des banques, actif des banques et économie islandaise, mais les analystes partent donc désormais des tensions de *spreads* sur le passif des banques, puis font détour par l'économie islandaise pour en revenir à l'actif des banques. Standard & Poor's le 17 avril écrit que *la dégradation de la note souveraine reflète des défis grandissants de politique économique, largement dus à la pression sur le financement extérieur des banques islandaises*, et quatre jours plus tard le 21 avril la même agence constate que *cette pression grandissante sur l'économie islandaise peut provoquer une détérioration rapide de la qualité des actifs du portefeuille domestique de Glitnir*. Or, comme les analystes le savent depuis la « mini-crise » de 2006, la détérioration de l'actif domestique peut provoquer des tensions sur le financement extérieur, et le cercle du raisonnement est ainsi bouclé.

En dépit d'un rétrécissement des *spreads* en avril et mai, les rapports demeurent alarmants et se concentrent sur la relation causale réciproque entre la fragilité du financement au passif et les risques d'une récession domestique durable (Standard & Poor's le 8 mai, Fitch le 9 mai). Ils mentionnent davantage le risque pour les finances publiques si des bilans bancaires neuf fois supérieurs au PIB devaient être secourus (Fitch le 9 mai, Moody's le 20 mai).

Comme FME à l'automne 2007, la Banque centrale dans son rapport annuel de stabilité financière de mai 2008 change de ton par rapport aux versions précédentes : *Dans son analyse publiée par le rapport de stabilité financière 2007, la Banque centrale d'Islande concluait à la solidité globale du système financier. Cela n'a pas changé*. La Banque centrale évoque une profitabilité éprouvée par les *stress tests*, une diversification internationale avisée et une très faible exposition aux *subprimes*, à l'appui du droit des banques islandaises à croître tout comme les banques du Luxembourg, de Hollande, de Grande-Bretagne, du Danemark et d'Irlande.

À partir de juin 2008, les *spreads* de CDS bancaires s'élargissent de nouveau. À la fin de juillet, les *spreads* de CDS de Glitnir et de KaupPing refranchissent les 1 000 points de base et Merrill Lynch publie un rapport intitulé *Banques islandaises. Déroute et défaut*. Richard Thomas, le maître d'œuvre des rapports de Merrill sur le sujet depuis 2006, est même interrogé par un journal télévisé islandais le soir du 24 juillet, jour de la publication de son rapport (ALPINGI, 2010). L'analyste convient de ce que les banques sont *en général saines*, mais estime *que lorsque le CDS d'une société se négocie au-dessus de 1 000 points de base, le marché déclare ainsi qu'il s'attend à un défaut*. Pour lui la seule solution est un refinancement public par les banques centrales d'Islande ou d'autres pays scandinaves, voire par le FMI. Les autres rapports de l'été ne font que redire l'attente d'une banqueroute annoncée par la courbe des *spreads*, à l'instar de Credit Sights le 7 août (*l'histoire des CDS bancaires islandais n'a plus grand chose à voir avec les « fondamentaux » des banques*) ou de Royal Bank of Scotland le 8 août, qui se contente d'observer que le dernier trimestre publié n'était pas encore celui du *big one*, de la catastrophe finale.

Raisonnement circulaire, stigmatisation financière et prophéties autoréalisatrices

Nous nous sommes efforcés d'introduire une perspective historique et une analyse des opinions dans la compréhension d'un phénomène, la prophétie auto-réalisatrice sur les actifs financiers, qui est généralement étudié par la modélisation mathématique et la réduction des opinions à des recommandations binaires.

Notre étude a établi la force, peut-être irrésistible, du raisonnement circulaire dans les deux ans et demi qui ont précédé la faillite des trois grandes banques islandaises. L'économie islandaise semblait menacée par la dette des banques, elle-même menacée par l'actif bancaire exposé à l'économie islandaise. Ce raisonnement varie peu sur la période, même s'il s'ouvre en 2008 aux tensions de l'économie mondiale, avec la crainte que de plus forts taux d'intérêt imposés aux banques ne se transmettent aux emprunteurs domestiques, aggravant alors le risque sur l'actif des banques et finissant par rétroagir sur leur dette. Or, la principale menace identifiée en trente mois de débat sur les risques de l'Islande et de ses banques, qui était l'impact d'une récession islandaise sur la capacité des banques à rembourser ou refinancer leur dette, n'a pas été la cause de la catastrophe de septembre 2008.

La liste est longue des erreurs, voire des délits, qui ont été reprochés aux directions des banques islandaises par les autorités après 2008 (ALPINGI, 2010). La présente étude ne formule pas de jugement sur le sujet, mais constate que la cause des faillites bancaires de l'automne 2008 a été la stigmatisation des banques islandaises depuis le début de 2006, stigmatisation qui leur a interdit tout refinancement en 2008. Il est possible que cette stigmatisation ait été renforcée par le manque de connaissance sur l'Islande, comme le suggéreraient les hésitations sur

les pays auxquels comparer l'Islande et ses banques. Un pays peu connu ne pouvait sans doute pas s'installer si vite et si fortement comme place financière d'importance sans susciter des inquiétudes. Des recherches complémentaires pourraient être entreprises dans la presse islandaise et internationale, ainsi que dans les déclarations des décideurs publics, pour décrire encore plus précisément la contribution d'une controverse financière à la prophétie auto-réalisatrice des faillites bancaires islandaises.

On peut aussi évoquer comme autres thèmes de recherche les crises qui ont frappé les obligations souveraines de différents États membres de la zone Euro sur les dernières années. Notre compréhension des crises déclenchées par des jugements sur les risques de défaut ne pourrait que profiter d'une étude précise des termes du débat sur les risques grecs, italiens ou espagnols dans les rapports publiés de 2010 à 2012 par les institutions financières ou publiques.

Bibliographie

Sources primaires autres que les rapports d'analystes mentionnés dans l'annexe

Central Bank of Iceland, *Monetary Bulletin*, septembre 2004.

Central Bank of Iceland, *Financial Stability Report*, avril 2005.

Central Bank of Iceland, *Financial Stability Report*, mai 2006.

Central Bank of Iceland, *Financial Stability Report*, avril 2007.

Central Bank of Iceland, *Financial Stability Report*, mai 2008.

FME, *Annual Report*, 2005.

FME, *Annual Report*, 2006.

FME, *Annual Report*, 2007, novembre 2007.

Iceland Chamber of Commerce, *Financial Stability in Iceland*, mai 2006.

Iceland Chamber of Commerce, *Iceland's advance. Foreign investment 2001-2006*, février 2007.

Iceland Chamber of Commerce, *The Internationalisation of Iceland's financial sector*, novembre 2007.

IMF, *Iceland: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, août 2006.

IMF, *Iceland: 2007 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, août 2007.

Ministry of Finance, *The Icelandic Economy – Winter 2007*, 16 janvier 2007.

Sources secondaires

ALIBER (Robert), "Monetary turbulence and the Icelandic economy", conférence, University of Iceland, 5 mai 2008.

ALIBER (R.Z.) & ZOEGA (G.), *Preludes to the Icelandic financial crisis*, Londres, 2010.

ALPINGI (Parlement islandais), *Report of the Special Investigation Commission*, 2010.

AMMER (J.) & CAI (F.), "Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?", in *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers* 912, 2007.

ÁRNASON (Vilhjálmur), "Moral Analysis of an Economic Collapse – An Exercise in Practical Ethics," *Nordic Journal of Applied Ethics* 4, n°1, 2010, pp. 101-123.

BALLESTER MIQUEL (Laura), CASU LUKAC (Barbara) & GONZÁLEZ-URTEAGA (Ana), "Bank CDS spreads and Banking Fragility", 2011.

BARTH (Andreas) & SCHNABEL (Isabel), "Too Big To Fail or To Save? Evidence from the CDS Market", Preliminary version of a paper prepared for the 56th Panel Meeting of Economic Policy, octobre 2012.

BENEDIKTSDOTTIR (Sigridur), DANIELSSON (Jon) & ZOEGA (Gylfi), *Lessons from a Collapse of a Financial System*, 2010.

BERGMANN (Eirikur), *Iceland and the International Financial Crisis. Boom, Bust and Recovery*, 2014.

BOYES (R.), *Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*, Bloomsbury, États-Unis, 2008.

BRYANT (Murray), SIGURJONSSON (Throstur Olaf) & MIXA (Már Wolfgang), "Restoring trust in public institutions and the financial system", in *International Journal of Economics and Accounting*, 5:4, 2014, pp. 306-319.

BUITER (Willem H.) & SIBERT (Anne), *The Icelandic banking crisis and what to do about it: the lender of last resort theory of optimal currency areas*, CEPR Policy Insight n°26 (updated October 2008).

BUITER (Willem H.) & SIBERT (Anne), "The collapse of Iceland's banks: the predictable end of a non-viable business model", in FELTON (Andrew) & REINHART (Carmen M.) ed., *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, Part II, June-December 2008, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2009, pp. 23-26.

CALICE (G.), IOANNIDIS (C.) & WILLIAMS (J.), "Credit Derivatives and the Default Risk of Large Financial Institutions", in *Journal of Financial Services Research*, 2011.

Central Bank of Iceland, *Financial Stability Report*, octobre 2009.

CERVELLATI (Enrico Maria), FERRETTI (Ricardo) & PATTI-TONI (Pierpaolo), "Market reaction to second-hand news: inside the attention grabbing hypothesis", in *Applied Economics* 46:10, 2014.

COUDERT (V.) & GEX (M.), "The Interactions between the Credit Default Swap and the Bond Markets in Financial Turmoil", in *CEPR Working Papers series*, 2011.

- CUÉLLAR (María Mercedes) & HAMANN (Franz), "El colapso islandés confirma la necesidad de políticas y regulaciones prudentes", in *Semàna Econòmica*, 24 mars 2009.
- DANIELSSON (Jon) & ZOEGA (Gylfi), *The Collapse of a Country*, 2009-1.
- DANIELSSON (Jon) & ZOEGA (Gylfi), "Entranced by banking", in *Voxeu.org*, 9th February, 2009-2.
- DANIELSSON (Jon), "The first casualty of the crisis: Iceland", in FELTON (Andrew) & REINHART (Carmen M.) ed., *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, Part II, juin-décembre 2008, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2009, pp. 9-14.
- DE GRAUWE (Paul) & JI (Yuemei), "Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone", CEPS working document 361, 2012.
- DELATTE (A. L.), GEX (M.) & LÓPEZ-VILLAVICENCIO (A.), *Has the CDS Market Influenced the Borrowing Cost of European Countries During the Sovereign Crisis?*, 2011.
- DEMIRGÜÇ-KUNT (A.) & HUIZINGA (H.), "Are banks too big to fail or too big to save? International evidence from equity prices and CDS spreads", in *CEPR Discussion Paper* 7903, 2010.
- DURRENBERGER (E. Paul) & PALSSON (Gisli) ed., *Gambling Debt: Iceland's Rise and Fall in the Global Economy*, 2014.
- FLANNERY (Mark J.), *Iceland's Failed Banks: A Post-Mortem 2010*, prepared for the Report of the Special Investigation Commission to the Icelandic Parliament, avril 2010.
- FLOOD (Robert P.) & MARION (Nancy P.), "Speculative attacks: fundamentals and self-fulfilling prophecies", in *National Bureau of Economic Research Working Papers* 5789, 1996.
- FRIDRIKSSON (Ingimundur), "The banking crisis in Iceland in 2008", paper prepared for a seminar held under the auspices of the Bank of Finland, 2009.
- GÄRTNER (Manfred) & GRIESBACH (Björn), *Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009-2011*, Universität Sankt Gallen, Discussion Paper n°2012-15, 2012.
- GUDMUNDSSON (Mar), "The fault lines in cross-border banking: lessons from the Icelandic case", in *OECD Journal: Financial Markets Trends*, vol. 2011-Issue 2, 2011.
- GYLFASON (Thorvaldur), HOLMSTRÖM (Bengt), KORKMAN (Sixten), SÖDERSTRÖM (Hans Tson) & VIHRIÄLÄ (Vesa), *Nordics in Global Crisis*, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Taloustieto Oy, Helsinki, 2010, pp. 137-166.
- GYLFASON (Thorvaldur), "Iceland: How Could this Happen?", in *CESifo Working Paper Series*, n°4605, 2014.
- HALLDORSSON (Olafur G.) & ZOEGA (Gylfi), "Iceland's Financial Crisis in an International Perspective", in *Institute of economic studies. Working paper series*, 2010.
- HILMARSSON (Hilmar Þór), "The Banking Crisis in Iceland: Did the Government Pretend that Facts from Reality were Other than they Were?", in VISSAK (Tiia) & VADI (Maaja) ed., *(Dis)Honesty in Management (Advanced Series in Management, Volume 10)*, 2013-1, pp. 61-84.
- HILMARSSON (Hilmar Þór), "Small states and big banks – the case of Iceland", in *Baltic Journal of Economics* 13:1, 2013-2, pp. 31-48.
- HILMARSSON (Hilmar Þór), "Managing the Crisis in Iceland and the Dishonesty of the International Community", in *Review of International Comparative Management*, 15:5, 2014.
- HILMARSSON (Hilmar Þór), "The Banking Crisis in Iceland: Did the International Community Pretend that Facts from Reality were Other than they Were?", in *Applied economics: systematic research*, 9:1, 2015, pp. 127141.
- HULL (John), PREDESCU (Mirela) & WHITE (Alan), "The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements", 2004.
- INGIMUNDARSON (Valur), *The politics of justice. The Aftermath of the Financial Collapse in Iceland*, 2012.
- JONSSON (Asgeir), *Why Iceland?: How One of the World's Smallest Countries Became the Meltdown's Biggest Casualty*, Londres: McGraw-Hill, 2009.
- JUN (Shen) & YUAN (Li), "Analysis on the Economic Crisis of Sovereign Nations: Consequences, Reasons and Inspiration", in *Proceedings of the 7th International Conference on Innovation & Management*, 2011, pp. 2100-2103.
- JUSSIM (Lee), PALUMBO (Polly), CHATMAN (Celina), MADON (Stephanie) & SMITH (Alison), "Stigma and Self-Fulfilling Prophecies", in HEATHERTON (Todd F.), KLECK (Robert E.), HEBL (Michelle R.) & HULL (Jay G.) ed., *The social psychology of stigma*, 2000.
- KALLESTRUP (René) & LANDO (David), "The Collapse of the Icelandic Banking System", in BERD (Arthur M.) ed., *Lessons from the Financial Crisis: Insights from the Defining Economic Event of our Lifetime*, 2010, pp. 65-120.
- KEASLER (Terrill R.) & McNEIL (Chris R.), "Mad Money stock recommendations: market reaction and performance", in *Journal of Economics and Finance*, 34:1, 2010, pp. 1-22.
- LIDEN (Erik R.), "Swedish Stock Recommendations: Information Content or Price Pressure?", in *Göteborg University Working Papers in Economics* 98, 2004.
- LOFTSDÓTTIR (Kirstín), "Not necessarily the best in the world: the boom and crisis in Iceland", in *Austrian Academy of Sciences working papers in social anthropology*, 28, 2015.
- LONGSTAFF (F.A.), MITHAL (S.) & NEIS (E.), "Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit-Default Swap", in *Journal of Finance* 60, 2005, pp. 2213-2253.

MATTHIASSON (Thorolfur), "Spinning out of control, Iceland in crisis", in *Nordic Journal of Political Economy*, vol. 34, 2008.

McDONALD (Terry), "Adrift: Iceland, the crisis of 2008, and the challenge of reintegration into the global economy", in *European Scientific Journal*, 2015.

MORRIS (Stephen) & SHIN (Hyun Song), "Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks", Cowles Foundation Paper 969, 1999.

NIELSSON (Ulf) & TORFASON (Bjarni K.), "Iceland's economic eruption and meltdown", in *Scandinavian Economic History Review*, 60:1, 2012, pp. 3-30.

NORDEN (L.) & WEBER (M.), "The Co-movement of Credit Default Swap, Bond and Stock Markets: an Empirical Analysis", in *European Financial Management*, 15, 2009, pp. 529-562.

OBSTFELDT (Maurice), "Models of currency crises with self-fulfilling features", *European Economic Review*, 1996.

ONG (Li) & IHÁK (Martin), "Of Runes and Sagas: Perspectives on Liquidity Stress Testing Using an Iceland Example", in *IMF Working Papers*, 10/156, 2010.

PORTES (Richard), "The shocking errors behind Iceland's meltdown", *The Financial Times*, October 13, 2008.

RUSSELL (Jesse), "Ethical crises in the international political economy", in *The Journal of Socio-Economics*, 41:6, 2012, pp. 843-848.

SANT (Rajiv) & ZAMAN (Mir A.), "Market reaction to Business Week 'Inside Wall Street' column: A self-fulfilling prophecy", in *Journal of Banking and Finance*, 20:4, 1996, pp. 617-643.

SCHUSTER (Thomas), "Fifty-Fifty. Stock Recommendations and Stock Prices. Effects and Benefits of Investment Advice in the Business Media", in *Leipzig University Working Paper* 3:1, 2003.

SIGURJONSSON (Throstur Olaf), "The Icelandic Bank collapse: Challenges to governance and risk management", in *Corporate Governance, International Journal of Business in Society*, 2010.

SIGURJONSSON (Throstur Olaf) & MIXA (Már Wolfgang), "Learning from the 'worst behaved': Iceland's financial crisis and the Nordic comparison", in *Thunderbird International Business Review* 53:2, 2011, pp. 209-223.

SIGURTHORSSON (David), "The Icelandic Banking Crisis: A Reason to Rethink CSR?", in *Journal of Business Ethics*, 2012.

TRÆTTEBERG (Håkon Dalby), "Animal Spirits in Iceland", in *European Political Science* 10, 2011, pp. 301-311.

VAIMAN (Vlad), SIGURJONSSON (Trostur Olaf) & DAVÍÐSSON (Páll Ásgeir), "Weak Business Culture as an Antecedent of Economic Crisis: The Case of Iceland", in *Journal of Business Ethics*, vol. 98, 2011, pp. 259-272.

WADE (Robert), "Iceland as Icarus", in *Challenge*, 52:3, 2009.

Liste des rapports d'analystes étudiés

Date	Institution	Auteurs / Analystes	Entités revues	Décisions de notation	Recommandations de trading
19/07/2005	Moody's	Joan Feldbaum-Vidra	Republic of Iceland	Affirms Aaa	
03/08/2005	Fitch	Paul Rawkins, Lionel Price	Republic of Iceland	Affirms Iceland at AA- / AAA / F1+ (long-term foreign / long-term local / short term foreign) Outlook stable	
31/10/2005	Standard & Poor's	Kai Stukenbrock (primary), Eileen Zhang, Timothy Reid (secondary)	Republic of Iceland	FC AA-/A1+/Stable LC AA+/A1+/Stable	
24/01/2006	Barclays Capital	Paul Fenner-Leitão, Vincent Cooper, Mahesh Bhimalingam	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Sell Kaup 1 yr and buy Kaup 5 yr, Sell Kaup 1 yr (resp 5 yr) and buy Commerzbank 1 yr (resp 5 yr), sell Kaup 5 yr and buy Giltinir 5 yr
21/02/2006	Fitch	Paul Rawkins, Brian Coulton, Alexandre Birry	Republic of Iceland	Outlook of foreign and local currency Issuer Default Ratings (IDRs) revised to negative from stable. Ratings affirmed at AA- / AAA / F1+/ AA (long-term foreign / long-term local / short term foreign / country ceiling).	
23/02/2006	Fitch	Alexandre Birry, Alison Leveridge	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki, Straumur	Affirms Kaupthing at A, F1, B/C, 2, Landsbanki at A, F1, B/C, 2, Giltinir at A, F1, B/C, 2, Straumur at BBB-, F3, C/D, 3. Outlook for the four banks stable	
07/03/2006	Merrill Lynch	Richard Thomas (main author), Tolu Alamutu, David Lewis	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Underweight senior debt 30% (protection buyers)
13/03/2006	Morgan Stanley	Christine Miyagishima (primary), Jackie Ineke	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Sell 5 yr protection on Giltinir and Landsbanki, not so comfortable on Kaupthing
14/03/2006	Dresdner Kleinwort Wasserstein	Nigel Myer	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		High-risk trade: selling protection
16/03/2006	Standard & Poor's	Kai Stukenbrock (primary), Eileen Zhang (secondary)	Republic of Iceland	Affirms FC AA-/A1+/Stable and LC AA+/A1+/Stable	
21/03/2006	Danske Bank	Carsten Valgreen, Lars Christensen, Peter Possing Andersen, Rene Kallestrup	Republic of Iceland		n.a.
24/03/2006	JP Morgan	Ben Ashby, Roberto Henriques	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki, Republic on Iceland		Buyer of protection on all three banks at below 40 bps, seller of protection on all three banks at above 50 bps, no buyer of protection on sovereign
26/03/2006	CreditSights	Simon Adamson	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		No recommendation
28/03/2006	Standard & Poor's	Martin Noréus, Miguel Pintado, Peter Dutton	Giltinir	Assigns A-/A2/Stable	
04/04/2006	Moody's	Lynn Valkenaar	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki	Affirms the deposit and debt ratings of Kaupthing and Giltinir at A1/P-1, and those of Landsbanki at A2/P-1. Financial strength of Kaupthing (+) on review for possible downgrade and outlook changed to negative from stable for the financial strength of Giltinir and Landsbanki	
11/04/2006	Barclays Capital	Paul Fenner-Leitão, Vincent Cooper, Puneet Sharma	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Buyer of protection on all three banks
20/04/2006	Danske Bank	Lars Christensen, Rene Kallestrup	Republic of Iceland		Sell ISK, buy EUR
06/06/2006	Standard & Poor's	Eileen X. Zhang (primary), Kai Stukenbrock, Moritz Kraemer (secondary)	Republic of Iceland	Revises Iceland's outlook to negative from stable (FC AA-/A1+; LC AA+/A1+).	
06/06/2006	Standard & Poor's	Miguel Pintado (primary), Peter Dutton and Michelle Brennan (secondary)	Giltinir	Giltinir unaffected (A-/A2/Stable) by revision of Iceland's outlook	
21/07/2006	Merrill Lynch	Richard Thomas (main author), Tolu Alamutu, David Lewis	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Still buyers of protection (on 5yr CDS)
30/08/2006	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Perney Guillot	Kaupthing	Affirms Kaupthing at A, F1, B/C, 2. Outlook on IDRs stable	
30/08/2006	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Perney Guillot	Giltinir	Affirms Giltinir at A, F1, B/C, 2. Outlook on IDRs stable	
12/09/2006	Moody's	Lynn Valkenaar	Kaupthing	Downgrades financial strength to C from C+. Affirms long term debt and deposit rating of A1 and short-term rating of P-1. Stable outlook on all ratings	
08/11/2006	Merrill Lynch	Richard Thomas (main author), Tolu Alamutu, David Lewis	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Still buyers of protection (on 5yr CDS), but to a lesser extent than in March. Happy to take short term risk (1year)
14/11/2006	Danske Bank	Lars Christensen	Iceland as early warning for emerging markets		n.a.
14/11/2006	Fitch	Paul Rawkins, Brian Coulton	Republic of Iceland	Affirms Iceland at AA- / AAA / F1+/ AA (long-term foreign / long-term local / short term foreign / country ceiling). Outlook remains negative	

Date	Institution	Auteurs / Analystes	Entités revues	Décisions de notation	Recommandations de trading
28/11/2006	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Pemey Guillot	Landsbanki	Affirms Landsbanki at A, F1, B/C, 2. Outlook on IDRs stable	
14/12/2006	Moody's		Republic of Iceland	Aaa, P-1, stable	
December 2006	Standard & Poor's		Republic of Iceland	Downgrades to A+, A-1, AA, A-1+, stable from AA-, A-1+, AA+, A-1+, negative (FC LT ST LC LT ST)	
03/01/2007	Citigroup	Geoff Dawes, Ronit Ghose (main authors), Kimon Kalamboussis, Kato Mukuru	Kaupthing		Buy (stock rating)
26/01/2007	Merrill Lynch	Richard Thomas	Landsbanki		Overweight 30% Landsbanki senior debt (seller of protection)
30/01/2007	Citigroup	Geoff Dawes, Ronit Ghose (main authors), Kimon Kalamboussis, Kato Mukuru	Kaupthing		Buy / high risk (stock rating)
05/02/2007	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Pemey Guillot	Glitnir	Affirms Glitnir at A, F1, B/C, 2. Outlook on IDRs stable	
06/02/2007	Moody's	Lynn Valkenaar	Glitnir	Downgrades financial strength to C from C+. Affirms long term debt and deposit rating of A1 and short-term rating of P-1. Stable outlook on all ratings	
07/02/2007	Standard & Poor's	Martin Noréus (primary), Miguel Pintado (secondary)	Glitnir	Affirms (A-/A2/Stable)	
21/02/2007	Morgan Stanley	Per K Lofgren, Guglielmo Zadra	Kaupthing		Overweight (stock rating)
26/02/2007	Moody's	n.a.	Kaupthing, Glitnir, Landsbanki	Following implementation of new JDA methodology, Kaupthing and Glitnir rated at Aaa long term (deposits and senior debt) from A1, and at P-1 short term. Landsbanki rated at Aaa long term (deposits and senior debt) from A2, and at P-1 short term.	
15/03/2007	Fitch		Republic of Iceland	Downgrades Iceland to A+ / AA+ (long-term foreign / long-term local) from AA- /AAA	
15/03/2007	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Pemey Guillot	Kaupthing, Glitnir, Landsbanki, Straumur	Affirms Kaupthing, Landsbanki and Glitnir at A (stable outlook), F1, B/C, 2, Straumur at BBB- (stable outlook), F3, C/D, 3.	
03/04/2007	Moody's	n.a.	Kaupthing, Glitnir, Landsbanki	Long term local currency debt and deposit ratings under review for possible downgrades along with 43 other banks pursuant to refinement in methodology	
10/04/2007	Moody's	n.a.	Kaupthing, Glitnir, Landsbanki	Downgraded by three notches to Aa3 from Aaa (all the other banks downgraded by less than three notches or affirmed)	
16/04/2007	Moody's	Lynn Valkenaar, Janne Thomsen, Adel Satel	Glitnir	Long-term deposit and senior debt Aa3, short-term deposits and debt P-1, financial strength C	
25/04/2007	Standard & Poor's	Martin Noréus (primary), Miguel Pintado (secondary)	Glitnir	A-/A2/Stable	
02/05/2007	Moody's	Lynn Valkenaar	Glitnir	Affirms Aa3/C/P-1 (long-term, financial strength, short-term) with stable outlook	
22/05/2007	Moody's	Lynn Valkenaar	Glitnir, Landsbanki	Unaffected by acquisitions announced at Aa3/P-1/C/Stable	
06/06/2007	R&I	Not mentioned	Kaupthing	Assigns A+/Stable	
06/06/2007	R&I	Not mentioned	Republic of Iceland	Assigns FC AA+/Stable	
26/07/2007	Citigroup	Geoff Dawes, Ronit Ghose (main authors), Kimon Kalamboussis, Kato Mukuru	Kaupthing		Buy / high risk (stock rating)
26/07/2007	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Pemey Guillot	Kaupthing	Affirms Kaupthing at A, F1, B/C, 2, BBB. Outlook on long-term IDRs stable	
15/08/2007	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Pemey Guillot	Kaupthing	Affirms Kaupthing at A, F1, B/C, 2, BBB. Outlook on IDRs stable	
15/08/2007	Moody's	Adel Satel, Janne Thomsen	Kaupthing	Kaupthing and NIBC on review for possible downgrade	
23/08/2007	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Pemey Guillot	Glitnir	Affirms Glitnir at A, F1, B/C, 2, BBB. Outlook for long-term IDR stable	
25/10/2007	Moody's	Kimmo Rama, Janne Thomsen	Glitnir	Affirms long-term deposit Aa3, financial strength C. Outlook stable	
20/11/2007	Standard & Poor's	Kai Stukenbrock (primary), Frank Gill, Eileen Zhang (secondary)	Republic of Iceland	Outlook revised to negative from stable (FC A+/A1 and LC AA/A1+)	
20/11/2007	Standard & Poor's	Miguel Pintado (primary), Louise Lundberg, Claire Curtin (secondary)	Glitnir	Unaffected (A-/A2/Stable) by revised outlook on Iceland	
20/11/2007	Moody's	Kimmo Rama	Kaupthing	Aa3 (deposits), C	
22/11/2007	Fitch	Alexandre Birry, Olivia Pemey Guillot	Landsbanki	Affirms Landsbanki at A, F1, B/C, 2, BBB. Outlook on long-term IDR stable	

Date	Institution	Auteurs / Analystes	Entités revues	Décisions de notation	Recommandations de trading
27/11/2007	Moody's		Icelandic Banks vs Nordic peers, Powerpoint presentation		
29/11/2007	Moody's	Kimmo Rama, Lynn Exton	Kaupthing	Maintains Aa3 / C ratings under review for possible downgrades, due to contemplated acquisition of the Dutch NIBC, itself under review for possible downgrade	
05/12/2007	UBS	Michael Schenk	Kaupthing, Giltir		Kaupthing neutral Giltir sell (stock rating)
11/01/2008	Morgan Stanley	Jackie Ineke, Emma Borgstrom, Lee Street	Kaupthing, Giltir, Landsbanki		Bearish view
17/01/2008	CreditSights	Simon Adamson	Kaupthing, Giltir, Landsbanki		No recommendation
23/01/2008	BNP Paribas	Olivia Frieser, Axel Swenden	Kaupthing, Giltir, Landsbanki		No recommendation
30/01/2008	Moody's	Kimmo Rama	Kaupthing, Giltir, Landsbanki	Aa3/C ratings of Landsbanki and Giltir placed on review for possible downgrades. Review of Aa3/C ratings of Kaupthing maintained. P-1 short term ratings of all three banks affirmed.	
31/01/2008	Fitch	Gordon Scott	Kaupthing	Affirms Kaupthing at A, F1, B/C, 2, BBB. Outlook on IDRs changed to stable from negative	
January 2008	Moody's	Joan Feldbaum-Vidra, Kristin Lindow, Pierre Cailleteau	Republic of Iceland	n.a.	
20/02/2008	UBS	Michael Schenk	Landsbanki		Neutral (stock rating)
28/02/2008	Moody's	Kimmo Rama	Kaupthing	Downgrades long term (deposit and senior debt) to A1 from Aa3, financial strength to C- from C and affirms short term at P-1. Outlook stable	
28/02/2008	Moody's	Kimmo Rama	Landsbanki	Downgrades long term deposit ratings to A2 from Aa3, financial strength to C- from C and affirms short term at P-1. Outlook stable	
28/02/2008	Moody's	Kimmo Rama	Giltir	Downgrades long term deposit ratings to A2 from Aa3, financial strength to C- from C and affirms short term at P-1. Outlook stable	
05/03/2008	Moody's	Joan Feldbaum-Vidra, Kristin Lindow	Republic of Iceland	Outlook changed to negative from stable on government bond ratings and country ceiling on foreign currency bank deposits	
11/03/2008	Jyske Bank	Ole Severinsen	Republic of Iceland		Buy bonds / sell protection
12/03/2008	SEB	Rolf Danielsen	Republic of Iceland		n.a.
14/03/2008	Jyske Bank	Kent Bæk Iversen	Republic of Iceland		Sell ISK (currency rating)
20/03/2008	Standard & Poor's	Miguel Pintado, Louise Lundberg	Giltir	A- long term rating placed on credit watch negative. A2 short term ratings affirmed	
30/03/2008	CreditSights	Simon Adamson	Kaupthing, Giltir, Landsbanki		No recommendation
31/03/2008	Merill Lynch	Richard Thomas	Kaupthing, Giltir, Landsbanki		No formal recommendation, still very negative
01/04/2008	Fitch	Paul Rawkins, David Heslam, Alexandre Birry	Republic of Iceland	Outlook of foreign and local currency Issuer Default Ratings (IDRs) revised to negative from stable	
01/04/2008	Fitch	Alexandre Birry, Lidsey Liddell, Gordon Scott	Kaupthing, Giltir, Landsbanki	Rating watch negative for the three banks on IDRs, individual rating and subordinated debt (ratings affirmed at A, F1, B/C, A-). Support rating and support rating floor affirmed at 2 and BBB	
01/04/2008	Standard & Poor's	Eileen X. Zhang (primary), Franklin Gill (secondary)	Republic of Iceland	LT ratings FC A+ and LC AA placed on credit watch negative. ST ratings FC A1 and LC A1+ affirmed	
17/04/2008	Standard & Poor's	Eileen X. Zhang (primary), Kai Stukenbrok, John Chambers (secondary)	Republic of Iceland	Downgrades long term FC and LC to A and AA- from A+ and AA. Credit watch negative removed. Negative outlook. Short term FC A1 and LC A1+ affirmed.	
21/04/2008	Standard & Poor's	Miguel Pintado (primary), Louise Lundberg (secondary)	Giltir	Long term rating downgraded to BBB+ from A-. A2 short term ratings affirmed. Credit watch negative removed. Outlook negative.	
April 2008	Moody's	Joan Feldbaum-Vidra, Kristin Lindow, Pierre Cailleteau	Republic of Iceland	n.a.	
08/05/2008	Standard & Poor's	Eileen X. Zhang (primary), Kai Stukenbrok, Franklin Gill (secondary)	Republic of Iceland	FC A/A1/Negative and LC AA-/A1+/Negative	
09/05/2008	Fitch	Alexandre Birry, Lidsey Liddell, Gordon Scott	Kaupthing, Giltir, Landsbanki	Downgrades the long-term IDRs of Giltir and Kaupthing to A- from A. Affirms Landsbanki's long-term IDR at A. Rating watch negative removed. Negative outlook assigned	
13/05/2008	Morgan Stanley	Per K Lølgren	Kaupthing		Underweight (stock rating)
16/05/2008	Deutsche Bank	Gillian Edgeworth	ISK		Positive on ISK (currency rating)

Date	Institution	Auteurs / Analystes	Entités revues	Décisions de notation	Recommandations de trading
20/05/2008	Moody's	Kimmo Rama	Republic of Iceland, Kaupthing, Giltinir, Landsbanki	Downgrades Iceland's AAA government bond and foreign currency country ceiling to Aa1. Leaves Kaupthing (A1/P-1/Stable), Giltinir and Landsbanki (A2/P-1/Stable) unaffected	
24/07/2008	Merrill Lynch	Richard Thomas	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Underweight senior debt 30%
07/08/2008	CreditSights	Simon Adamson	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		No recommendation
08/08/2008	Royal Bank of Scotland	Tom Jenkins, Corinne Cuningham	Kaupthing, Giltinir, Landsbanki		Buy curve steepeners, betting on short term yield relative decrease
17/09/2008	Moody's	John Feldbaum-Vidra, Kristin Lindow, Pierre Cailleteau	Republic of Iceland	Ratings affirmed at Aa1 (senior debt and deposits) / P-1 / Stable. Country ceilings at AAA for debt and Aa1 for deposits.	
28/09/2008	SEB	Rolf Danielsen	Republic of Iceland		n.a.